

关注毛利迅速扩张的化工品

推荐 维持评级

核心观点:

- 国际油价还将小幅走高，均值在 110 美元左右，高点在 140 美元附近
- 国际原油价格在中位小幅走高有利于部份化工利润上升
- 化工产品价格差异较大，关注甲乙酮、己二酸、顺丁橡胶、PTA 染料助剂等供需关系较好产品价格能持续上涨的品种

(一)、甲乙酮价格短期创新高，长期趋势看好，毛利大幅扩张大局已定

(二)、己二酸价格涨幅远高于成本

(三)、天然胶价格暴涨、顺丁橡胶受益

(四)、PTA 供应仍然偏紧，行业景气度仍将维持

(五)、进出口形势好转，染料和助剂业绩向好

(六)、无机化工：由于多数产能过剩，产品涨价很难持续

● 估值及重点公司

国内化工 2011 年平均 PE 为 27 倍，高于海外平均 15 倍水平，推荐成长性好且被低估的天利高新、华鲁恒升、浙江龙盛。

● 主要风险因素:

- 1、突发性安全事故 2、自然灾害导致停产

分析师



李国洪

☎: (8610) 6656 8876

✉: liguohong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130207091551

相关研究

《石油化工 2010 年策略报告: 低 C 变革炼油, 成长引领化工》 10.01.01

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			10-12EPS	ROE2011E
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	CAGR	
天利高新	600339	0.48	0.88	1.39	29.4	14.4	9.1	455.48%	25.2%
华鲁恒升	600426	0.40	0.67	1.05	44.6	26.8	17.0	6.88%	8.2%
浙江龙盛	600352	0.567	0.780	0.851	20.79	15.12	13.85	23.12%	19.34%

资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测

1、国际油价还将小幅走高，均值在 110 美元左右，高点在 140 美元附近

IEA、EIA 和 OPEC 全球三大能源机构平均预计 2011 年全球石油需求增长为 124 万桶/日。2011 年全球经济增幅市场一致预期在 4.2%，石油需求会增加 120 万桶/日；如果 2011 年全球经济增幅为 3%，石油需求会增加 40 万桶/日。因此无论全球经济增速在 3%还是 4.2%任何一种情况，需求增幅都将远远低于目前 600 万桶/日的闲置原油产能。故国际油价在 2011 年大幅上升的可能性不大，但随着全球经济的继续好转，特别是中国等发展中国家石油需求持续增长，美元贬值等因素影响，我们判断国际油价还将小幅走高，均值在 110 美元左右，高点在 140 美元附近。

2、化工产品价格差异较大，关注产品价格能够持续上涨的品种

我们统计了 100 多种化工产品价格，甲乙酮、己二酸、顺丁橡胶、PTA、BDO 价格涨幅列化工产品前端，而其主要成本 C4、苯、丁二烯、PX、顺酐价格涨幅不大，甲乙酮、己二酸、顺丁橡胶、PTA、BDO 毛利呈现迅速扩大的态势。

我们与市场不同的观点

市场普遍认为 2011 年石油价格大幅上涨，化工受成本上升影响不看好。我们认为，2011 年国际油价将小幅走高，有利于部分公司业绩向好，由于产品价格差异较大，建议关注供需关系较好，产品价格能够持续上涨的品种，如甲乙酮、己二酸、顺丁橡胶、PTA、BDO 等。另外，随着出口增长销售回暖，染料、助剂等开工率较高，产品上行空间较大。

行业估值与投资建议

国内化工 2011 年平均 PE27 倍，高于海外平均 15 倍水平，推荐成长性好且被低估的天利高新、华鲁恒升、浙江龙盛。

行业表现的催化剂

规模化发展及节能减排、环保政策促使石油化工小企业面临较大的成本压力，大企业并购整合小企业将明显加剧，2011 年石油化工行业并购整合与重组是良好催化剂。

主要风险因素

- 1、突发性安全事故
- 2、自然灾害导致停产

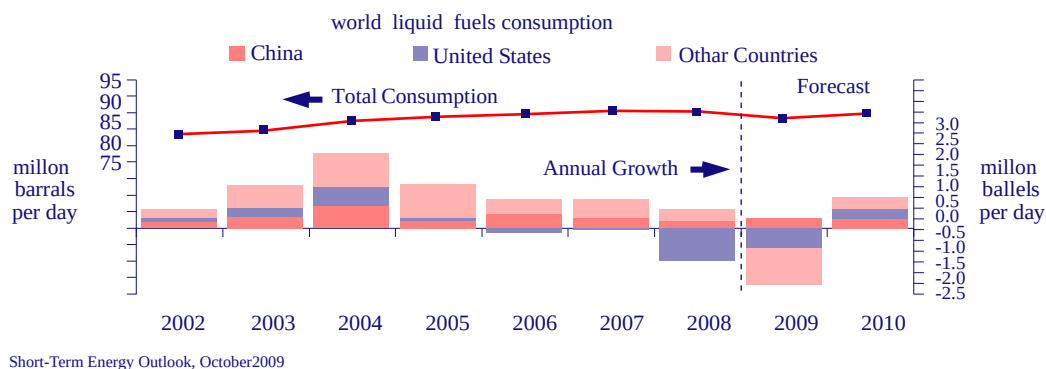
目 录

一、国际油价将继续小幅上升.....	1
二、关注甲乙酮、己二酸、顺丁橡胶、PTA 染料助剂等供需关系较好产品价格能持续上涨的品种.....	2
(一)、甲乙酮价格短期创新高，长期趋势看好，毛利大幅扩张大局已定.....	2
(二)、己二酸价格涨幅远高于成本.....	5
(三)、天然胶价格暴涨、顺丁橡胶受益.....	8
(四)、PTA 供应仍然偏紧，行业景气度仍将维持.....	11
(五)、进出口形势好转，染料和助剂业绩向好.....	12
(六)、无机化工：由于多数产能过剩，产品涨价很难持续.....	14
三、重点公司.....	16
(一)、天利高新（600339.SH）：己二酸、顺丁橡胶推动公司业绩高增长.....	16
(二)、华鲁恒升（600426.SH）：乙二醇、己二酸推动公司业绩高增长.....	19
(三)、浙江龙盛（600352.SH）：受益于出口回暖（推荐）.....	22
插图目录.....	25
表格目录.....	26

一、国际油价将继续小幅上升

随着美欧经济好转全球石油需求增加，国际油价将继续小幅上升。2011 年全球经济增幅市场一致预期在 4.2%，石油需求会增加 120 万桶/日；如果 2011 年全球经济增幅为 3%，石油需求会增加 40 万桶/日。由于国际货币基金组织近期预计 2011 年全球经济将强劲增长，我们认为 2011 年全球石油需求增加 120 万桶较为准确。近期国际能源署向上修正了 2011 年全球石油需求的预期，主要因考虑到 2010 年四季度和 2011 年一季度的需求强于预期。IEA 预计，2011 年全球石油需求将增至 8820 万桶/日，较此前预期上调了 30 万桶，比上年的增幅为 130 万桶/日。EIA（美国能源情报署）则预计，2011 年全球石油日需求量为 8744 万桶/日，比上年的增幅为 138 万桶。石油输出国组织（OPEC）预计 2011 年全球石油需求增长为 105 万桶/日，IEA、EIA 和 OPEC 全球三大能源机构平均预计 2011 年全球石油需求增长为 124 万桶/日。因此无论全球经济增速在 3% 还是 4.2% 任何一种情况，需求增幅都将远远低于目前 600 万桶/日的闲置原油产能。故即使美国再动用石油储备也不会改变已经供大于求的石油供需状况。因此，国际油价在 2011 年大幅上升的原因根本不在供需关系，主要原因是美元贬值和中东局势对心理的影响。我们判断国际油价还将小幅走高，均值在 110 美元左右，高点在 140 美元附近。

图 1：EIA 世界原油消费及预测



Short-Term Energy Outlook, October 2009

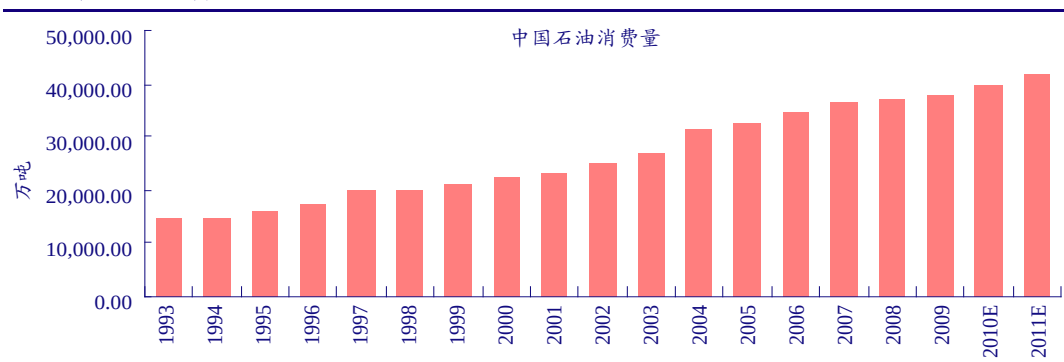
资料来源：EIA（美国能源情报署）

表 1：全球三大能源机构石油需求预测（百万桶/日）

	EIA	IEA	OPEC	平均
2009 年世界石油需求	84.1	84.8	84.31	84.40
2010 年世界石油需求	86.06	86.9	85.36	86.11
2011 年世界石油需求	87.44	88.2	86.41	87.35
增量	1.38	1.3	1.05	1.24
增幅	1.60%	1.50%	1.23%	1.44%

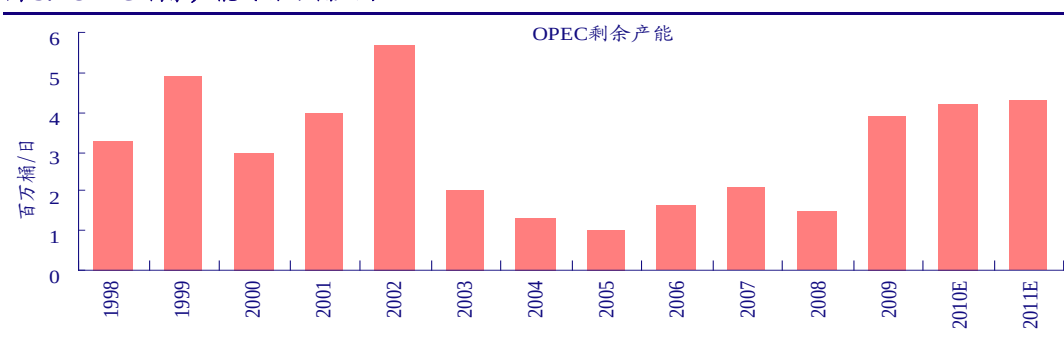
资料来源：EIA、IEA、OPEC

图 2: 中国石油消费量



资料来源: WIND

图 3: OPEC 剩余产能 (百万桶/日)



资料来源: OPEC

二、关注甲乙酮、己二酸、顺丁橡胶、PTA、染料助剂等供需关系较好产品价格能持续上涨的品种

我们统计了 100 多种化工产品价格, 甲乙酮、己二酸、顺丁橡胶、PTA 价格涨幅列化工产品前端, 而其主要成本 C4、苯、丁二烯、PX、顺酐价格涨幅不大, 甲乙酮、己二酸、顺丁橡胶、PTA 毛利呈现迅速扩大的态势。

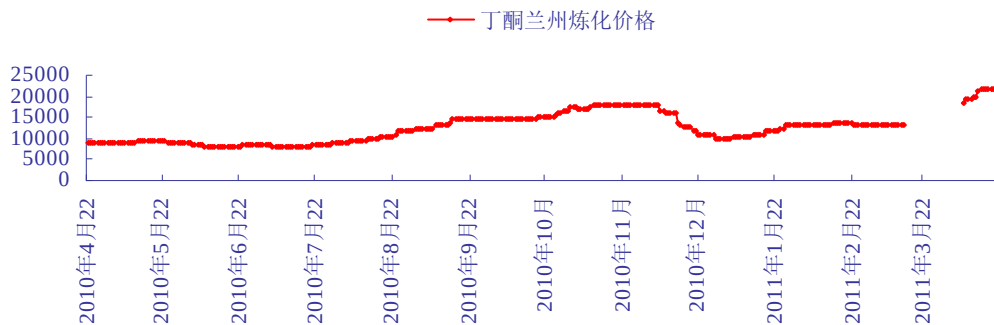
(一)、甲乙酮价格短期创新高, 长期趋势看好, 毛利大幅扩张大局已定

甲乙酮 (MEK): 又名甲基乙基甲酮、丁酮、乙基甲基甲酮、甲基丙酮, 是一种重要的低沸点溶剂, 挥发度适中, 与多数烃类溶剂互溶, 对高固含量和粘度无不良影响, 具有优异的溶解性和干燥特性, 能与众多溶剂形成共沸物, 对各种纤维素衍生物、合成橡胶、油脂、高级脂纺酸具有很强的溶解能力。其本身含有羰基及与羰基相邻接的活泼氢, 易于发生各种化学反应。在炼油、染料、涂料、粘合剂、医药、润滑油脱蜡、印刷油墨、电子元件清洗等行业作为溶剂。作为重要的精细化工原料, 在制备催化剂、抗氧化剂、聚氨酯、乙烯树脂、丙烯酸树脂、酚醛树脂、磁带、酮类衍生物 (高分子酮、甲基异丙酮、β-二酮、酮基吡啶衍生物、过氧化丁酮、甲基戊基酮、丁酮肟、丁二酮、甲基假紫罗兰酮等) 等应用领域具有广泛用途。

08 年的甲乙酮价格如坐过山车一样经历了大起大落，09 年的甲乙酮价格可谓走的一波三折、步履蹒跚，但 2010 年的甲乙酮从年初的 4800 元/吨涨到目前的 18000 元/吨左右的价格，创出了历史纪录，2011 年因日本停产（日本三企业合计产能达到全球的 18.1%），甲乙酮价格大幅上调至 19000-19500 元/吨附近，创出近 2 年新高。

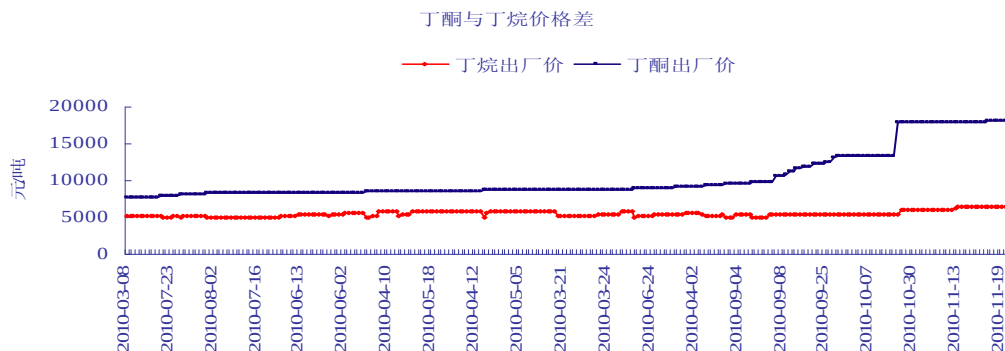
2009 年世界甲乙酮生产能力为 165.8 万吨。2009 年国外排名前十位甲乙酮生产企业合计产能为 102.1 万吨，约占世界总产能的 61.58%。目前国内甲乙酮生产企业一共有 8 家，产能合计为 36.7 万吨/年。天利高新有 4 万吨甲乙酮产能，由于甲乙酮主要消费领域在我国东南部，公司每吨运费比东部企业高出 600-700 元左右，但新疆甲乙酮原料价格较低，加之甲乙酮价格上涨较多，运费高的情况已经不重要了。

图 4：国内甲乙酮（丁酮）价格图



资料来源：隆众石化

图 5：国内甲乙酮（丁酮）与 C4(丁烷)价格差

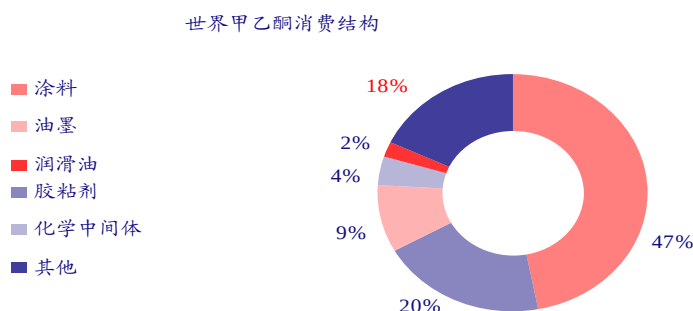


资料来源：隆众石化

环保标准促进甲乙酮需求增长

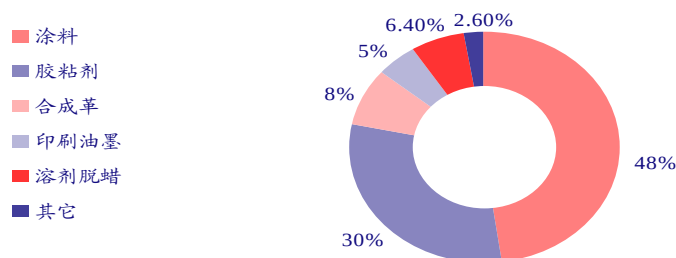
甲乙酮作为一种优良环保型溶剂，是纯苯、甲苯、二甲苯、丙酮等溶剂的最佳替代产品。与苯类溶剂相比，甲乙酮对人体危害程度较小，环保性能突出。国家环保总局发布的行业标准和准则的实施，为甲乙酮对苯类溶剂大面积替代提供了良好的政策环境。与丙酮相比，甲乙酮挥发性适中、溶解性能更强，不会致使空气中挥发性有机化合物（VOC）含量增高，单位溶剂的甲乙酮用量也少于丙酮。

图 6: 世界甲乙酮（丁酮）消费结构



资料来源: 美国 SRI 咨询公司

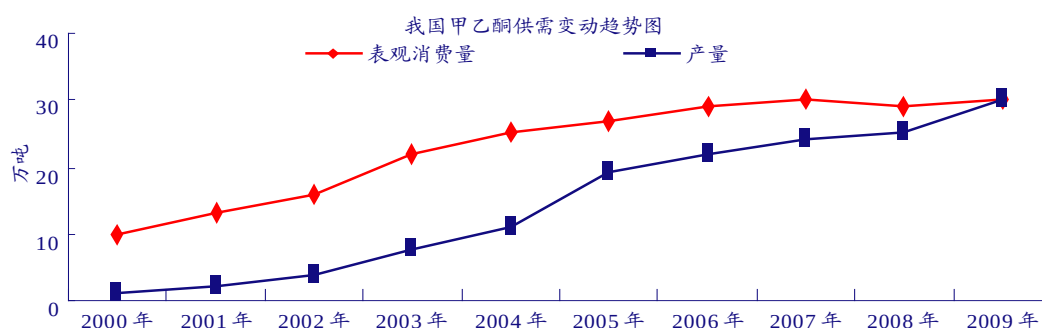
图 7: 国内甲乙酮（丁酮）消费结构



资料来源: 《化工文摘》

美国 SRI 咨询公司认为, 今后 5 年内世界甲乙酮需求的年增长率为 3.5%, 预计到 2010 年将达到 178 万吨, 需求增长将主要来自于最大的消费国中国。因需求快速增长, 中国甲乙酮生产能力近年骤增, 预计到 2010 年将超过 40 万吨/年, 成为世界最大的甲乙酮生产国。国内甲乙酮消费主要集中在华南和华东这两个地区。根据卓创资讯《2009 年丁酮市场年度分析报告》, 华南和华东地区甲乙酮消费量约占全国消费总量的 90%, 其中华南地区约占 50%, 华东地区约占 40%。上述两个地区甲乙酮消费集中, 主要是由于上述地区甲乙酮下游应用领域如涂料行业、胶粘剂行业比较发达。

图 8: 国内甲乙酮（丁酮）供需变动趋势



资料来源: 齐翔腾达公司公告

表 2: 我国甲乙酮产能及年度产量情况

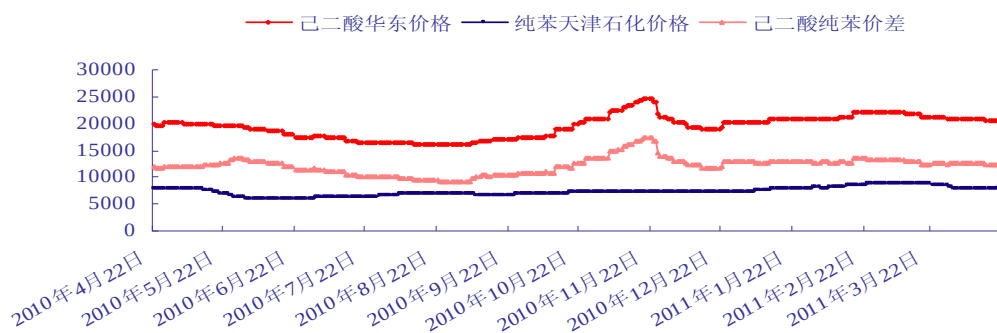
甲乙酮 生产厂家	设计产能	年产量								备注
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
天利高新	4		2	2.8	2.6	1.9	2.6	2.6	3	05 年扩建 1 万吨
齐翔腾达	10	1.5	2	2.2	2.9	3.58	3.36	5.69	12.04	08 年新建 8 万吨
兰州石化	6			0.8	2.9	2.6	2.1	2.7	3.54	08 年新建 3 万吨
抚顺石化	5.5	1	2	2.4	2.5	4.2	5.4	5.5	2.85	05 年新建 3 万吨
哈尔滨石化	3			0.9	3	2.9	2.9	2.9	2.55	
泰州石化	4	0.8	0.65	1.7	2.2	2.9	2.9	2.5	2.3	04 年新建 3 万吨
河北中捷	3				1.2	2.9	3	3	2.5	05 年新建 3 万吨
黑龙江石化	1.2	1	0.9	0.9	0.9	1.1	0.9	0.9	0.58	
合计	36.7	4.3	7.55	11.7	18.2	22.08	23.16	25.16	29.36	

资料来源: 齐翔腾达公司公告

(二)、己二酸价格涨幅远高于成本, 高毛利状况将持续较长时间

近期国内己二酸供需关系持续好转, 己二酸的价格持续走高, 正在接近历史峰值的水平, 而己二酸主要生产原料纯苯因供应比较充足, 价格变化不大, 故近期己二酸与纯苯的价差扩大至接近峰值水平, 己二酸毛利持续走高。我们认为, 随着通胀刺激的化工产品价格上涨, 己二酸毛利持续走高的状况能够持续较长时间。

图 9: 国内己二酸与纯苯价差迅速增长



资料来源: 公司公告

(1)、全球己二酸供需情况较好

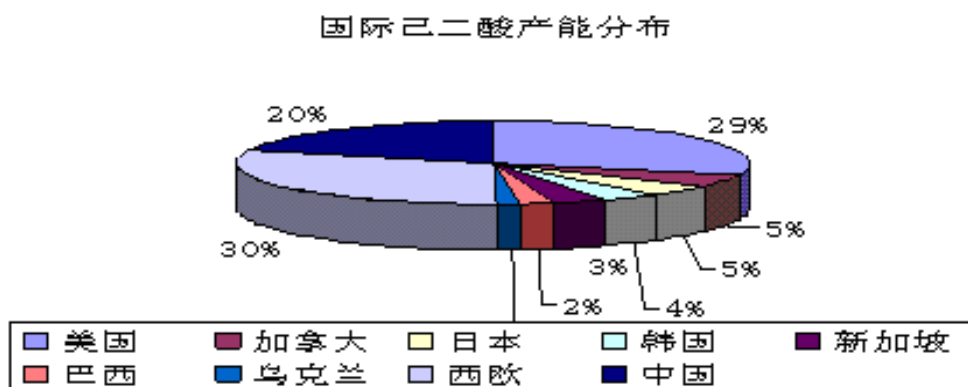
2010 年总体产能情况仍然是美国、西欧产能所占比重最大, 两个区域占到全球产能的约 60%左右。其次, 中国的产能由于在 2010 年有所释放, 占到全球产能的 20%左右, 增长了约 5 个百分点的百分比, 其余厂家总体占比相对较少。由于国际上英威达、罗地亚等公司多为老生产装置, 在己二酸吨毛利高达 1 万多元的情况下, 开工也无法满负荷运行。因此, 全球己二酸供给并没有表中所列示的那样多, 加之环保要求, 国外己二酸扩产并不多, 而己二酸需求一直保持增长, 全球己二酸供需情况较好。

表 3: 2010 年全球区域产能情况

国家/地区	公司名称	生产能力 (万吨)	工艺方法	备注
美国	英威达公司	58	环己烷法	
	首诺	40	环己烷法	
	Index 公司	11.4	环己烷法	
加拿大	英威达公司	17	环己烷法	
日本	旭化成公司	17	环己烯法	
韩国	罗地亚公司	14	环己烷法	
新加坡	英威达公司	12	环己烷法	
巴西	罗地亚公司	8	环己烷法	
乌克兰	乌克兰 Rivneazot 公司	2.8	环己烷法	
	乌克兰 AzotSeverodonetsk 公司	2.8	环己烷法	
	巴斯夫	26	环己烷法	
西欧	朗盛公司	7	环己烷法	
	罗地亚公司	32	环己烷法	
	Radaci 公司	15	环己烷法	
	英威达公司	27	环己烷法	
	Proviron 公司	2.5	环己烷法	
小计		292.5		
中国		74.7		
总计		367.2		

资料来源: 化工行业协会

图 10: 全球产能分布比例图



资料来源: 化工行业协会

表 4: 全球己二酸区域需求变化情况 (不含中国)

单位: 万吨

地区	2005	2006	2007	2008	2009	2010	增长率%
美国	101.37	104.05	107.46	111.35	116.25	121.95	2.69
加拿大	4.15	4.23	4.34	4.47	4.64	4.84	2.06
日本	12.70	13.00	13.38	13.82	14.39	15.05	2.37
欧洲	56.47	57.64	59.20	60.98	63.32	66.05	2.11
亚太	25.93	26.54	27.35	28.27	29.44	30.81	2.43
中东	6.30	6.44	6.62	6.82	7.09	7.40	2.20
拉丁美洲	10.64	10.89	11.21	11.57	12.05	12.60	2.35
总计	217.56	222.78	229.55	237.30	247.17	258.70	2.45

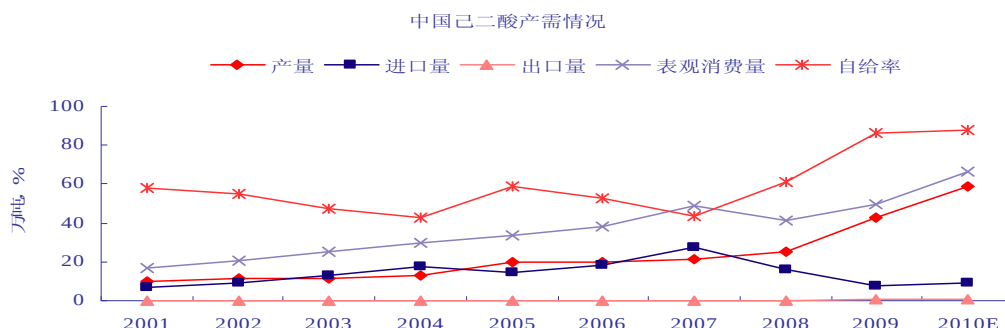
资料来源: 化工行业协会

(2)、己二酸进口减少、出口增加及需求结构变化是价格上涨的主要原因

(A)、反倾销税促使己二酸进口减少、出口增加

因中国政府自 2009 年 11 月起对从美国、欧盟及韩国等地进口的己二酸征收为期五年 5%-35.4% 的反倾销税, 如下图所示, 国内己二酸的进口量明显下降而出口随着西方经济逐步走出金融危机影响而逐渐好转。

图 11: 国内己二酸供需变动趋势



资料来源: 中国石油化工协会

(B)、因生产己二酸费液排放难, 新增产能受环保影响扩产没有计划那样快

表 5: 国内己二酸产能变动趋势

公司	己二酸产能 (万吨)		市场份额 (%)	
	2010	2012E	2010	2012E
中石油辽阳	14	30 (新增 16 万吨已经通过安平, 但还需要较长时间才能开始建设)	23.93%	33.52%
山东洪业	16	16	27.35%	26.26%
河南平顶山神马	6	6	10.26%	6.70%

华鲁恒升		16		17.88%
山东博汇	15	22.5	25.64%	25.14%
天利高新	7.5	15 (拟扩建 7.5 万吨)	12.82%	16.76%
中国总计	58.5	105.5	100%	100%

资料来源：百川咨询

由于生产己二酸费液排放很难处理,在经济发达地区己二酸扩产受到环保政策限制,例如,中石油辽阳扩产 16 万吨计划一直因己二酸费液排放问题得不到环评结果,也就无法开工建设。事实上,全球有许多己二酸新增产能因得不到环评通过而无法建设,这也是该类项目供需关系较好,盈利能力较高的重要因素。

(C)、需求结构国际化有利于己二酸需求增长

表 6: 己二酸国内外需求差异较大

	国际需求	国内需求
尼龙 66 纤维	32%	20%
尼龙 66 工程塑料	26%	1%
聚氨酯		58%
聚酯多元醇	25%	
增塑剂	5%	
其它	12%	21%

资料来源：中国石油化工协会，中国银河证券研究部整理

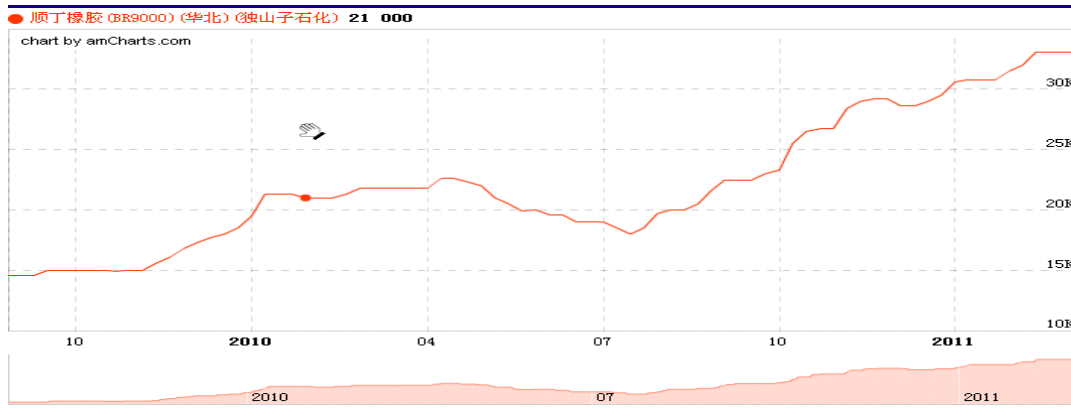
如上表所示,我国己二酸需求结构与国外有很大差别,我国己二酸有 58%用于聚氨酯的生产,而国外主要用于尼龙 66 纤维(占 32%)和尼龙 66 工程塑料(占 26%),聚酯多元醇在国外居己二酸消费第三位(占 25%)。由于聚酯多元醇多用于生产聚氨酯,预计未来生产聚氨酯原料的聚酯多元醇领域的需求能够保持 10%~15%的增长,而尼龙 66 工程塑料和增塑剂需求增长在 20%以上,因此,我国己二酸消费结构必然向国际化转变,即从聚氨酯消费转向聚酯多元醇和增塑剂,并从尼龙 66 纤维转向尼龙 66 工程塑料,尼龙 66 工程塑料主要用于电子产品、汽车配件、家电配件及其它高刚性产品,下游整体需求旺盛,因此,这种结构转变过程伴随着己二酸需求的大幅增长。

(三)、天然胶价格暴涨、顺丁橡胶受益

受天然胶价格暴涨影响,我国轮胎橡胶供应比较紧张,目前顺丁橡胶吨价格在 3.3 万元以上,吨毛利超过 1.7 万元。随着我国汽车工业持续、快速、健康的发展,我国橡胶工业随之增长,2001 年至 2008 年我国橡胶助剂年产量平均年增长率为 23.65%,2008 年受到全球金融危机的影响,增长率为 10.00%。国内橡胶下游产业不断快速增长,汽车工业的发展仍是中国橡胶工业发展的主要动力。汽车产业带动了轮胎和橡胶产业的发展,进而带动了炭黑产业的迅猛发展,2009 年,中国国产汽车销量为 1379 万辆,同比增长了 48%,随着我国汽车工业和公路交通运输的快速发展,各类轮胎需求亦将快速发展。2008 年,轮胎产量为 3.5 亿条,同比增长 6.0%,其中子午线轮胎产量为 2.63 亿条,同比增长 14.3%,子午化率达到 75%。预计 2010 年轮胎产量增幅在 10%左右,子午线轮胎产量增幅将达到 85%。我国轮胎产量高速增长拉动了

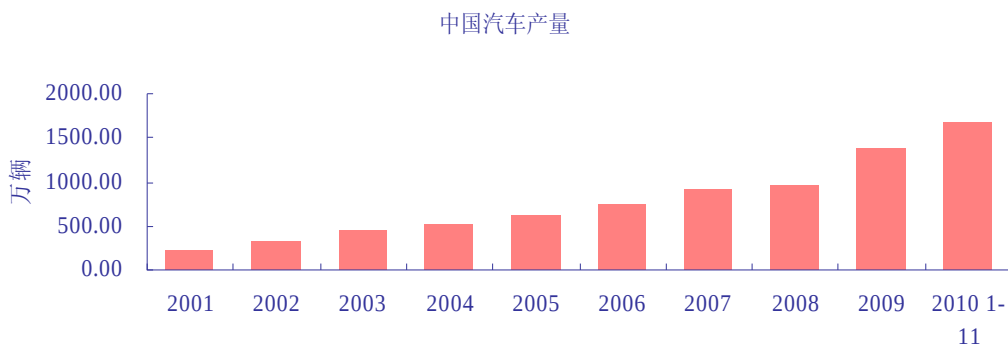
橡胶消费持续攀升。自 2002 年起生胶消耗量居世界第一、2005 年轮胎产量世界第一以来，我国橡胶消耗量的平均递增率约为 8%。2008 年，全球耗胶量约为 2,200 万吨，我国为 545 万吨，约占全世界的 1/4，预计到 2010 年世界橡胶消费量将达到 2,450 万吨。橡胶工业特别是轮胎工业的快速发展将给炭黑行业提供越来越广阔的成长空间。

图 12: 独山子石化顺丁橡胶价格趋势



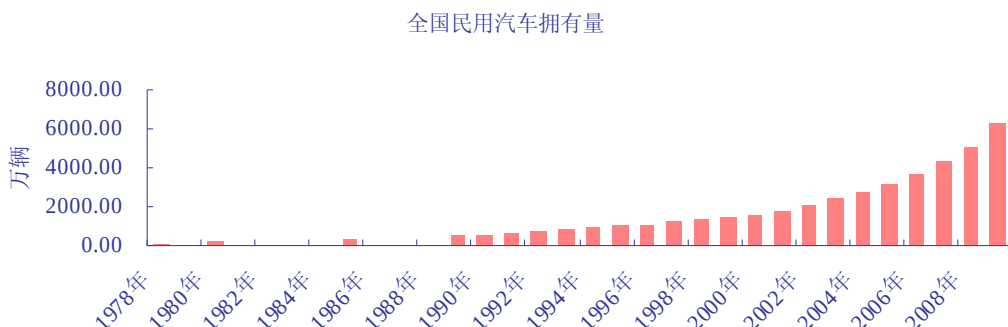
资料来源: 隆众石化

图 13: 中国汽车产量持续高增长



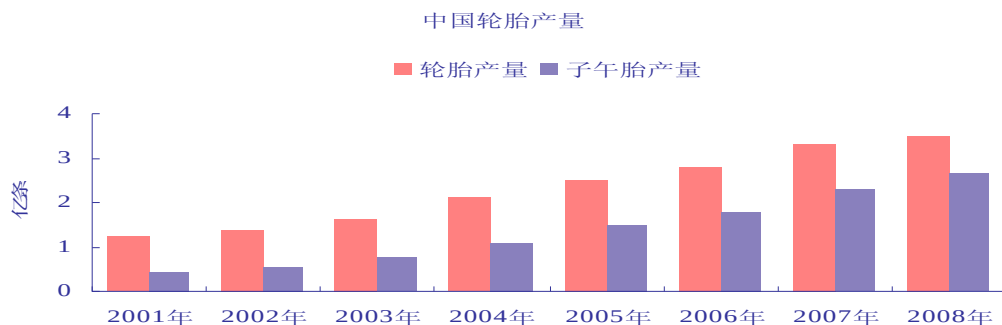
资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

图 14: 中国全国民用汽车拥有量



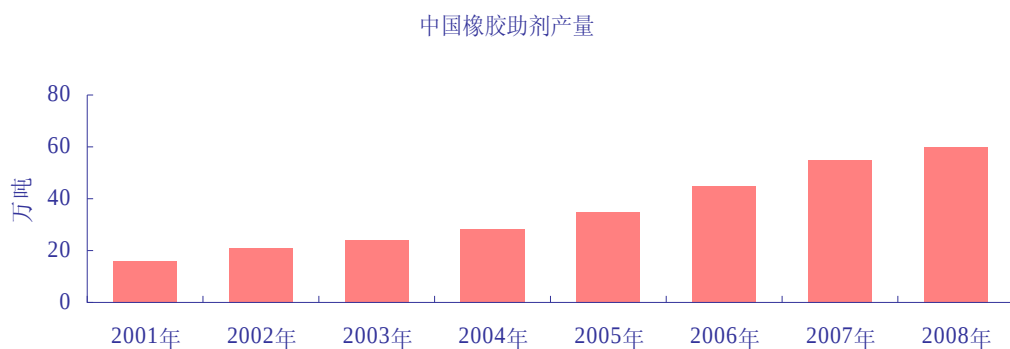
资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

图 15: 中国轮胎产量图



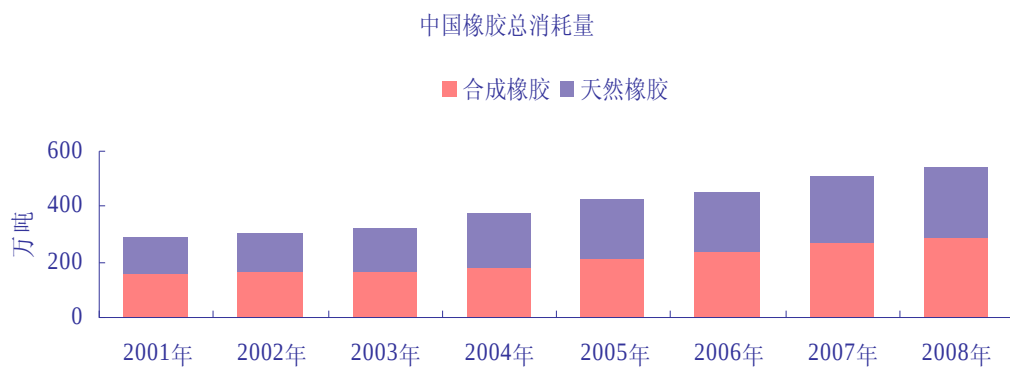
资料来源: 公司公告

图 16: 中国橡胶助剂产量图



资料来源: 公司公告

图 17: 中国橡胶总消耗量



资料来源: 公司公告

(四)、PTA 供应仍然偏紧，行业景气度仍将维持

PTA 产业链为原油---石脑油---PX---PTA---聚酯纤维产业，PTA 是重要的大宗有机原料之一，世界上 90%以上的 PTA 用于生产聚酯，聚酯包括纤维切片、聚酯纤维、瓶用切片和薄膜切片。国内市场中，有 75%的 PTA 用于生产聚酯纤维；20%用于生产瓶级聚酯，主要应用于各种饮料尤其是碳酸饮料的包装；PTA 的下游延伸产品主要是聚酯纤维。聚酯纤维，俗称涤纶。在化纤中属于合成纤维。合成纤维制造业是化纤行业中规模最大、分支最多的子行业，除了涤纶外，其产品还包括腈纶、锦纶、氨纶等。长丝和短纤的生产方法有两种：一是 PTA 和 MEG 生产出切片、用切片融解后喷丝而成；一种是 PTA 和 MEG 在生产过程中不生产切片，而是直接喷丝而成。

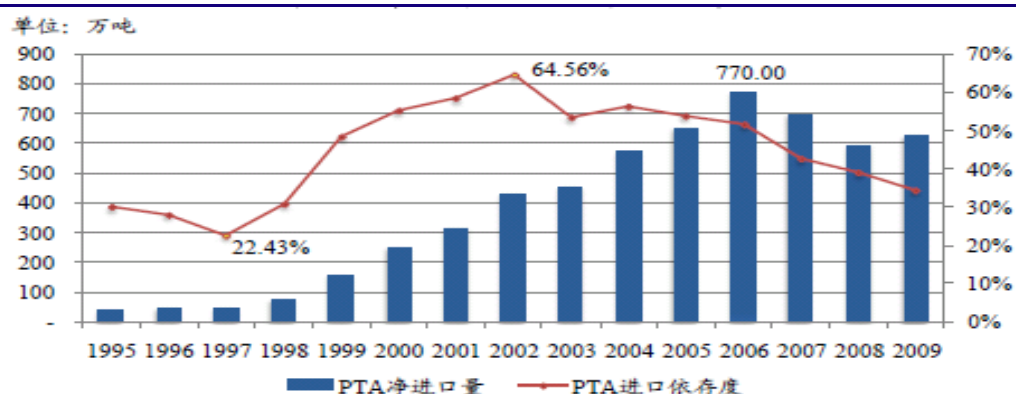
PTA 行业企业规模大，数量少，截至 2010 年末国内共有 17 家生产企业，总产能为 1,530 万吨/年，产时为 1,386 万吨，进口依存度 30%左右。但国内 PTA 产能集中度较高，33%的聚酯企业掌握了 71.20%的产能。由于聚酯涤纶行业是一个充分竞争的行业，行业集中度不高，具有产品多样化的行业特性，这决定了进入本行业的主要障碍是资金、技术、客户、规模等。

表 7: 2003-2010 年国内 PTA 发展及生产消费情况 (万吨/年)

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-10 月
PTA 产能	438	483.5	589.5	945	1166	1256	1496	1636
产能增长率		10.39%	21.92%	60.31%	23.39%	7.72%	19.11%	9.36%
PTA 产量	394.8	442.9	565	670	980	935	1190	1340
进口量	454.6	572.06	649	700.43	700	594.1	622.3	600
出口量	0.4	0.55	0.054	/	/	2.4	/	/
表观消费量	849	1014.4	1214	1370.43	1680	1526.7	1812.3	1940
进口依存度	53.60%	56.40%	53.46%	51.11%	41.67%	38.90%	34.30%	30.90%

资料来源：中国国际期货产业服务中心

图 18: 我国 PTA 净进口量及进口依存度变化情况



资料来源：中国化纤协会

2011 年全国预计新增聚酯产能 470 万吨，基本配套涤纶长丝。新建产能投产之后，中国聚酯总产能将达到约 3,200 万吨/年。其中上半年，聚酯新增产能约为 200 万吨，按照每吨聚酯消耗 0.86 吨 PTA 单耗计算，新增 PTA 需求量约为 172 万吨，而上半年仅有一套约 60 万吨 PTA 装置投产。因此，2011 年 PTA 供应仍然偏紧，行业景气度仍将维持，再加上美元走弱，

大宗商品价格上涨，原料推动 PTA 价格仍将维持高位。

2010 年年底国内新增 PX 产能 80 万吨，总产能为 906 万吨，PTA 新增产能 440 万吨，总产能达 1996 万吨。按生产 1 吨 PTA 需要 0.655 吨 PX 计算，无论是新增产能方面还是总产能方面，PX 与 PTA 严重不匹配，2011 年 PX 供给紧张局面将有所加剧。

图 19: PTA 现货价格和利润情况



资料来源：银河期货

图 20: PTA 现货价格和利润情况



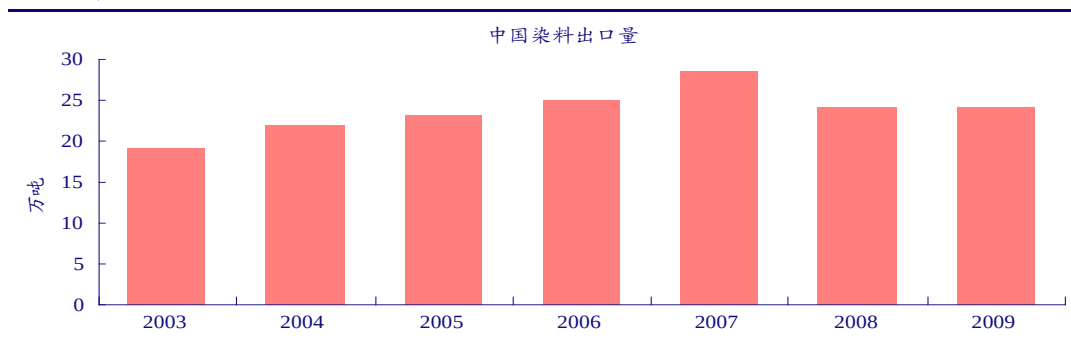
资料来源：银河期货

（五）、进出口形势好转，染料和助剂业绩向好

1、染料和助剂进出口形势好转，消费持续增长

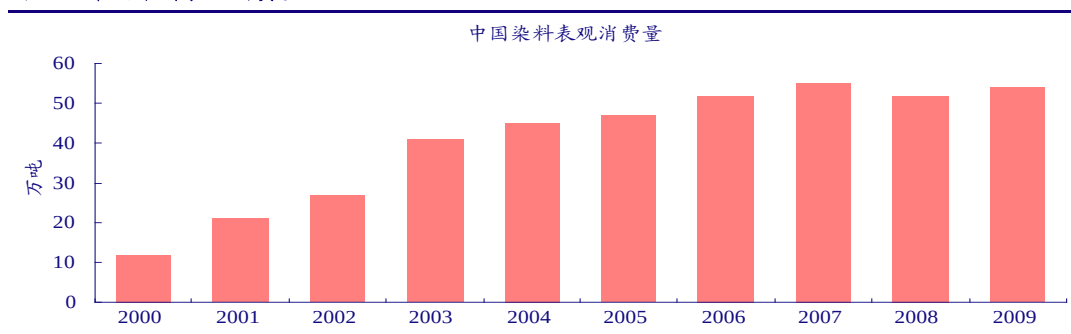
染料和助剂行业与下游纺织行业联系紧密，下游行业对染料和助剂的需求直接决定了上游行业的运行情况。2010 年以来中国纺织服装月度出口值稳步回升，纺织服装行业出口出现复苏势头。我们认为，纺织服装行业出口形势的持续好转将提高染料和助剂行业的景气度。纺织业对染料和助剂的需求经过一段时间的压抑后开始释放，染料和助剂企业的销售收入会有所增长。

图 21: 中国染料出口量



资料来源: 中国染料工业协会

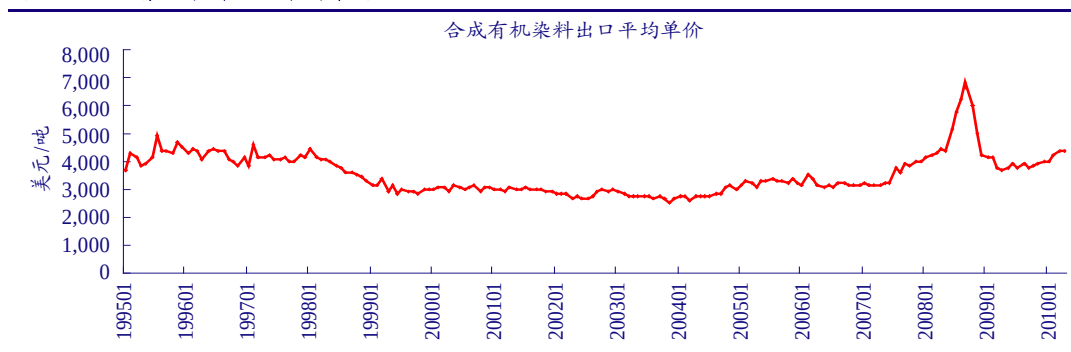
图 22: 中国染料表观消费量



资料来源: 中国染料工业协会

2、染料和助剂毛利率稳步增长

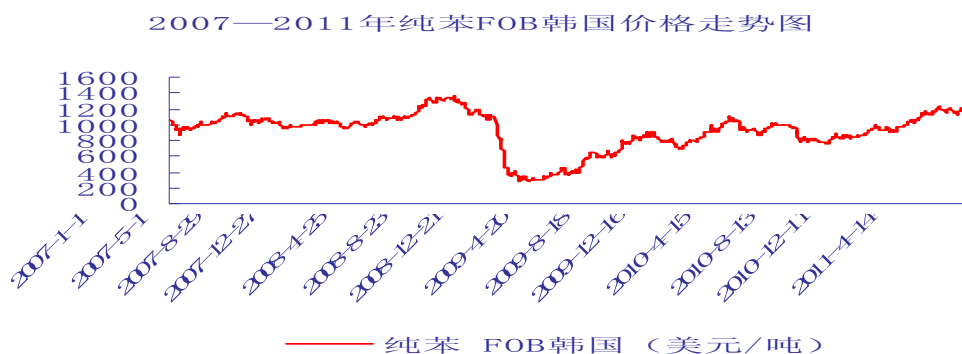
图 23: 合成有机染料出口平均单价



资料来源: WIND

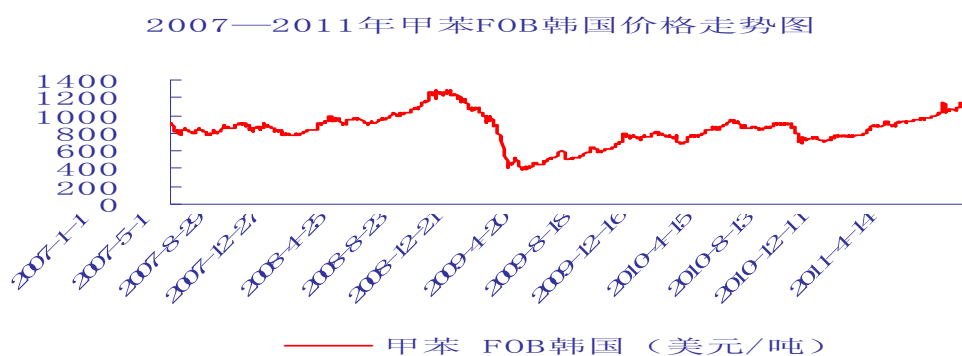
由于原材料价格不高,而染料和助剂价格受下游纺织行业需求回暖影响,今年以来出现了一定程度的上升,染料企业的毛利率呈现稳步回升态势。随着下游需求的逐渐恢复,助剂的毛利率将恢复到历史较好水平。染料消耗原料众多,苯、萘及其衍生物是主要原料之一。助剂的原材料如环氧乙烷表面活性剂、丙烯酸及酯、硬脂酸等,染料和助剂原料价格与国际油价相关性很强,我们判断,2011 年国际油价将小幅上升,由于染料和助剂生产过程需要一定时间,在中位小幅走高的国际油价对染料和助剂毛利提升最为有利。

图 24: 国内纯苯价格走势



资料来源: 百川资讯

图 25: 国内甲苯价格走势



资料来源: 百川资讯

(六)、无机化工：由于多数产能过剩，产品涨价很难持续

房地产行业高压政策以来，无机化工产品的价格维持低迷，虽然目前一些品种价格有所反弹，如纯碱、PVC 价格有所上升，但因全球多数无机化工产品供给明显过剩，如 PVC 行业产能严重过剩，房地产、建筑、建材用 PVC 消费预期增长缓慢，预计 2011 年我国 PVC 行业仍将出现 800 万吨左右的供大于求，PVC 企业平均开工率只能有 50%左右，目前国内 PVC 市场成交清淡，贸易商观望气氛浓厚。

美国房地产市场虽然有好转迹象，但新开工率仍然不高，使得其成本低廉的天然碱依然严重过剩，急于向外出口，加之国内房地产政策压力，国内房地产市场预期较差，难以缓解全球范围内的低成本纯碱过剩，国内纯碱价格反弹后还将下降。

在无机化工中黄磷和磷矿石值得关注，主要原因黄磷和磷矿石属于资源型无机化学品，产能并不过剩。关注磷资源较多的企业。

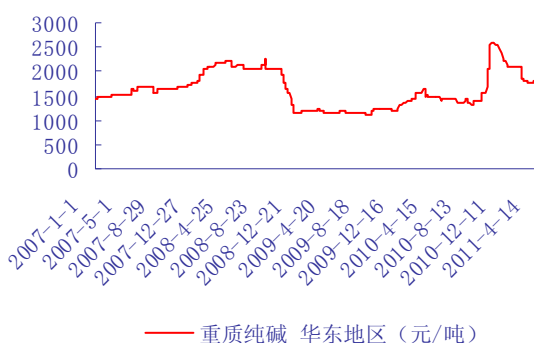
表 8: 国内 PVC 供需情况

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
产量	400	503	670	823	972	882	906.5
产能	523	664	972	1158	1448	1581	1781
产量增长率	18.30%	32.50%	33.20%	22.80%	18.10%	-9.26%	2.78%
产能增长率	20.50%	26.96%	46.38%	19.14%	25.04%	9.18%	12.65%
表观消费量	625	664	817	920	1040	924	948
消费量增长率	12.20%	6.24%	23.04%	12.60%	13.04%	-11.15%	2.16%

资料来源: 中国银河证券研究部整理

图 26: 国内纯碱价格趋势

2007—2011 年重质纯碱华东地区价格走势



资料来源: 百川资讯

图 27: 国内烧碱价格趋势

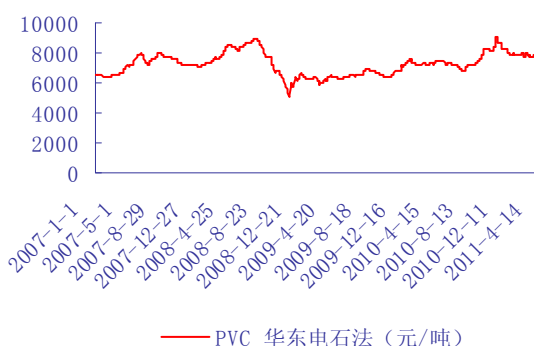
2007—2011 年烧碱价格走势



资料来源: 百川资讯

图 28PVC 价格趋势

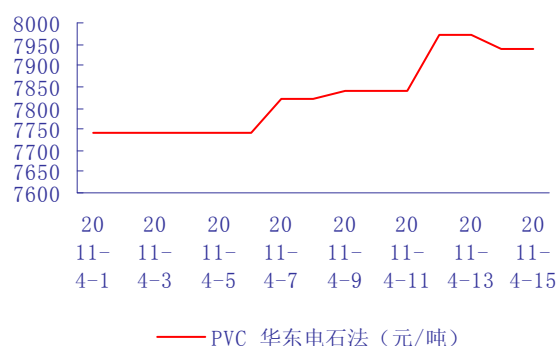
2007—2011 年 PVC 华东电石法价格走势



资料来源: 百川资讯

图 29: PVC 近一个月价格走势

当月 PVC 华东电石法价格走势



资料来源: 百川资讯

三、重点公司

(一)、天利高新(600339.SH):己二酸、顺丁橡胶推动公司业绩高速增长

表 9: 天利高新(600339.SH) 关键指标预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1045.1	891.1	2127.92	2381.1	3565.5
增长率(%)	-6.76%	-14.74%	138.81%	32.64%	49.74%
归属母公司股东净利润	181.4	115.0	252.97	460.0	728.4
增长率(%)	65.6	1.4	15706.3	103.2	58.3
每股收益(EPS)	0.12	0.0027	0.48	0.88	1.39
EV/EBITDA(X)	37.1	59.3	11.8	6.9	3.6
PE	73.8	3383.4	29.4	14.4	9.1
PB	3.88	4.10	3.37	2.65	2.00

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、己二酸价格涨幅远高于成本是公司业绩高速增长的核心因素

受己二酸反倾销影响, 己二酸进口减少、出口增加, 受己二酸需求结构国际化影响, 己二酸需求年增长达 15%以上。近期国内己二酸供需关系持续好转, 己二酸的价格持续走高, 正在接近 2006 年峰值的水平, 而己二酸主要生产原料纯苯因供应比较充足, 价格变化不大, 故近期己二酸与纯苯的价差扩大至接近峰值水平, 己二酸毛利持续走高。我们认为, 随着通胀刺激的化工产品价格上涨, 己二酸毛利持续走高的状况能够持续较长时间。

2、顺丁橡胶项目给 2012 年增长注入新动力

公司新建 5 万吨顺丁橡胶项目(目前有 41%权益)具有重大意义, 由于我国轮胎橡胶供应比较紧张, 目前顺丁橡胶吨价格在 3.3 万元以上, 吨毛利超过 1.7 万元, 因公司背靠独山子大石化有充足的原料优势, 年产 5 万吨顺丁橡胶项目将给公司再添新增长动力。

3、甲乙酮价格涨幅远高于成本是公司高增长又一强动力

甲乙酮价格从年初的 4800 元/吨涨到目前的 18000 元/吨左右, 而原料 C4 价格上涨较小, 甲乙酮与 C4 价差扩大了 4 倍多, 甲乙酮毛利大幅上升。环保标准促进甲乙酮需求增长, 甲乙酮价格长期趋势看好, 毛利大幅扩张大局已定。受供需关系较好影响, 未来这种情况理应能够持续。

4、2011 年国际油价小幅走高有利于公司业绩提升

我们与市场不同的观点:

市场没有看到公司己二酸和甲乙酮业务的增长, 我们认为除了行业因素外, 公司己二酸和甲乙酮业务增长的确性很强。

估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值的合理区间为 **14.92-18.83** 元。己二酸和甲乙酮毛利已经大幅增长，公司业绩增长动力充足，石油价格长期走势有利于公司业绩持续上升，我们对公司 2010-2012 年盈利预测为 0.43 元、0.88 元和 1.39 元，对应目前 PE 为 21.4、10.5、6.7 倍，给予推荐评级。

股价表现的催化剂:

1、公司地处新疆，新疆石油资源丰富，未来发现大的油气田的可能性很大，是公司股票表现的催化剂。

2、己二酸、甲乙酮价格上涨也是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

公司发生安全生产事故（化工企业发生装置事故概率较大）是公司的主要风险存在点。

表 10: 天利高新（600339）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.5
优势	一体化的综合类化工公司规模成本优势明显，经营效率高。	分值: 5.0
劣势	公司地处新疆，离消费地较远。	分值: 4.5
机会	甲乙酮产品价格大幅上升	分值: 5.0
威胁	其他企业大幅扩大产能	分值: 3.5

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究部

表 11: 天利高新（600339）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	公司地处独山子石化基地，原料供应十分充足	分值: 5.0
新进入壁垒	新进入壁垒不高。	分值: 4.0
客户力量	客户众多，较分散。	分值: 4.5
替代产品	短期内无替代产品。	分值: 4.5
竞争对手	竞争激烈，但对手多无原料优势	分值: 4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究部

表 12: 天利高新 (600339) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	80.9	98.4	179.5	786.8	1940.9	营业收入	1120.9	1045.1	891.1	2127.92	2381.1	3565.5
应收票据	0.7	38.9	172.1	228.3	341.9	营业成本	890.1	805.8	730.0	1904.18	1504.6	1998.4
应收账款	29.3	26.1	98.4	130.5	195.4	营业税金及附加	7.6	8.6	9.2	20.64	5.5	8.2
预付款项	28.7	40.6	34.1	26.6	16.6	销售费用	74.4	60.7	61.4	99.47	90.5	135.5
其他应收款	2.8	2.9	4.8	6.4	9.6	管理费用	76.0	73.1	77.6	91.22	190.5	285.2
存货	147.8	140.0	196.2	226.7	301.1	财务费用	51.3	75.8	76.9	106.95	59.8	64.2
其他流动资产	22.3	74.3	74.3	74.3	74.3	资产减值损失	4.4	10.0	3.6	31.99	8.0	10.0
长期股权投资	182.0	154.3	154.3	154.3	154.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1434.1	3066.1	2866.9	2691.4	2523.0	投资收益	9.0	44.8	16.9	17.1	100.0	110.0
在建工程	1545.6	11.5	65.7	92.9	106.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	营业利润	26.0	55.8	-50.8	240.84	622.2	1173.9
无形资产	12.3	17.5	16.2	15.0	13.8	营业外收支净额	16.0	8.6	51.3	8.18	35.0	40.0
长期待摊费用	1.1	1.2	1.1	0.9	0.8	税前利润	42.0	64.4	0.5	248.8	657.2	1213.9
资产总计	3581.0	3717.8	3939.9	4510.3	5754.4	减: 所得税	12.6	5.0	9.4	7.37	98.6	303.5
短期借款	1052.0	1360.0	444.4	0.0	0.0	净利润	29.4	59.4	-8.9	241.42	558.6	910.4
应付票据	129.0	50.0	124.9	144.3	191.6	归属于母公司的净利润	32.1	65.6	1.4	252.97	460.0	728.4
应付账款	102.8	164.1	214.1	247.3	328.5	少数股东损益	-2.7	-6.2	-10.3	-11.55	-18.6	-18.1
预收款项	9.4	54.1	55.9	58.3	61.8	基本每股收益	0.08	0.12	0.00	0.48	0.88	1.39
应付职工薪酬	32.9	21.4	21.4	21.4	21.4	稀释每股收益	0.08	0.12	0.00	0.48	0.88	1.39
应交税费	0.5	16.9	16.9	16.9	16.9	财务指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
其他应付款	33.7	33.4	33.4	33.4	33.4	成长性						
其他流动负债	25.2	113.3	219.8	288.9	428.5	营收增长率	15.2%	-6.8%	-14.7%	101.5%	32.6%	49.7%
长期借款	723.0	508.0	908.0	1308.0	1508.0	EBIT 增长率	-10.0%	33.1%	-86.8%	2137.0%	106.4%	92.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	109.5%	104.2%	-97.8%	15706.3%	103.2%	58.3%
负债合计	2304.4	2517.8	2438.7	2518.5	2990.1	盈利性						
股东权益合计	1276.6	1200.0	1501.1	1991.8	2764.2	销售毛利率	20.6%	22.9%	18.1%	27.5%	36.8%	44.0%
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	销售净利率	2.9%	6.3%	0.2%	12.6%	19.3%	20.4%
净利润	59.4	-8.9	273.6	558.6	910.4	ROE	2.6%	5.3%	0.1%	15.8%	25.2%	30.1%
折旧与摊销	84.6	102.2	264.2	269.7	276.1	ROIC	1.7%	2.8%	-6.9%	7.6%	13.6%	18.3%
经营活动现金流	120.5	235.5	491.3	799.4	1166.4	估值倍数						
投资活动现金流	-309.5	-101.7	-30.0	-20.0	-10.0	PE	116.0	73.8	3383.4	29.4	14.4	9.1
融资活动现金流	157.5	-116.3	-380.2	-172.1	-2.2	P/S	3.3	4.6	5.4	2.7	2.0	1.4
现金净变动	-31.5	17.5	81.1	607.3	1154.2	P/B	3.0	3.9	4.1	3.37	2.65	2.00
期初现金余额	112.4	80.9	98.4	179.5	786.8	股息收益率	5.5%	5.6%	0.0%	0.0%	1.4%	2.8%
期末现金余额	80.9	98.4	179.5	786.8	1940.9	EV/EBITDA	35.8	37.1	59.3	11.8	6.9	3.6

资料来源: 中国银河证券研究部

(二)、华鲁恒升(600426.SH):乙二醇、己二酸推动公司业绩高速增长

表 13: 华鲁恒升(600426.SH) 关键指标预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	3997.9	4737.8	6285.1	9507.8	11893.6
EBITDA(百万元)	993.3	956.0	1246.3	1623.3	2109.8
净利润	425.1	254.1	423.5	666.6	781.0
摊薄 EPS(元)	0.86	0.40	0.67	1.05	1.23
PE(X)	20.8	44.6	26.8	17.0	14.5
EV/EBITDA(X)	11.2	13.1	10.1	7.9	6.3
PB(X)	3.2	2.4	2.2	2.0	1.8
ROIC	9.53%	4.48%	5.31%	7.07%	4.83%

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、公司由尿素向多元化化工大转变

公司目前拥有尿素 150 万吨, DMF25 万吨, 氨醇能力 120 万吨, 醋酸 35 万吨。新建项目主要是: 乙二醇 5 万吨, 己二酸 16 万吨。公司在十二五计划中, 会大力发展非煤化工产品, 主要是产业链的延伸产品, 向神华采购 6000 大卡的烟煤作为原料。公司由尿素向多元化化工大转变。

2、16 万吨己二酸是未来业绩增长的关键

公司新建 16 万吨己二酸产能预计 2011 年 10 月投产, 分两套各 8 万吨装置、0.7 吨苯生产 1 吨己二酸, 苯 10000 方库容, 4 个罐, 苯主要从齐鲁等周边购买。硝酸、氢气自给, 比其他公司有成本优势。己二酸完成成本在 10000-11000 元/吨左右。16 万吨己二酸投资了 16 亿, 湖南百利做的工程设计。公司技术人员 2010 年开始已经进入模拟培训。与公司有 DMF 产品合作量的客户对己二酸的消耗量约接近 25 万吨

2、己二酸价格涨幅远高于成本是公司业绩高速增长的核心因素

受己二酸反倾销影响, 己二酸进口减少、出口增加, 受己二酸需求结构国际化影响, 己二酸需求年增长达 15%以上。近期国内己二酸供需关系持续好转, 己二酸的价格持续走高, 正在接近 2006 年峰值的水平, 而己二酸主要生产原料纯苯因供应比较充足, 价格变化不大, 故近期己二酸与纯苯的价差扩大至接近峰值水平, 己二酸毛利持续走高。我们认为, 随着通胀刺激的化工产品价格上涨, 己二酸毛利持续走高的状况能够持续较长时间。

5、2011 年国际油价小幅走高有利于公司业绩提升

我们与市场不同的观点:

市场没有看到公司新建的己二酸和乙二醇将带来业务的增长, 我们认为除了行业因素外, 公司 16 万吨己二酸业务增长的确性很强。

估值与投资建议：

己二酸和醋酸毛利已经大幅增长，公司业绩增长动力充足，石油价格长期走势有利于公司业绩持续上升，我们对公司 2011-2013 年盈利预测为 0.67 元、1.05 元和 1.23 元，对应目前 PE 为 26.8、17、14.5 倍，给予推荐评级。

股价表现的催化剂：

己二酸、醋酸价格上涨也是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素：

公司发生安全生产事故（化工企业发生装置事故概率较大）是公司的主要风险存在点。

表 14：华鲁恒升（600426）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.5
优势	一体化的综合类化工公司规模成本优势明显，经营效率高。	分值：5.0
劣势	公司无煤炭资源，煤价上升将使成本上涨	分值：4.5
机会	DMF、醋酸、己二酸等产品价格大幅上升	分值：5.0
威胁	其他企业大幅扩大产能	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究部

表 15：华鲁恒升（600426）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.1
供应商力量	公司地处山东、原料供应来自山西，原料煤供应商较强势	分值：3.0
新进入壁垒	新进入壁垒不高。	分值：4.0
客户力量	客户众多，较分散。	分值：4.5
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	竞争激烈，但对手多无原料优势	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究部

表 16: 华鲁恒升 (600426) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	599.1	2349.8	5028.1	5704.7	19029.8	营业收入	3997.9	4737.8	6285.1	9507.8	11893.6
应收票据	8.1	171.9	228.1	345.0	431.6	营业成本	3197.6	4109.9	5335.1	8075.5	9899.7
应收账款	18.2	15.1	20.0	30.3	37.8	营业税金及附加	4.8	6.4	7.6	11.4	14.3
预付款项	315.1	842.9	1528.0	2565.0	3836.3	销售费用	87.6	101.0	125.7	190.2	237.9
其他应收款	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	管理费用	77.0	78.5	100.6	152.1	190.3
存货	240.8	389.4	505.5	765.2	938.0	财务费用	129.6	152.2	228.8	315.3	659.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.3	-0.4	2.4	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4290.4	4521.1	4119.2	3842.6	3539.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	427.8	389.2	268.7	242.1	228.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	19.6	43.1	43.1	43.1	43.1	营业利润	499.9	290.2	485.0	763.4	892.2
无形资产	191.4	255.3	153.1	134.0	114.8	营业外收支净额	1.9	9.4	13.2	20.9	26.6
长期待摊费用	67.3	56.2	53.8	47.1	40.4	税前利润	501.7	299.7	498.2	784.3	918.9
资产总计	6178.9	9035.1	11948.7	13720.4	28241.1	减: 所得税	76.6	45.5	74.7	117.6	137.8
短期借款	130.0	190.0	2938.0	3861.4	17587.9	净利润	425.1	254.1	423.5	666.6	781.0
应付票据	0.0	83.6	108.5	164.2	201.3	归属于母公司的净利润	425.1	254.1	423.5	666.6	781.0
应付账款	362.3	385.8	493.9	747.6	916.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	174.4	161.3	144.0	117.8	85.1	基本每股收益	0.86	0.40	0.67	1.05	1.23
应付职工薪酬	8.2	10.9	10.9	10.9	10.9	稀释每股收益	0.86	0.40	0.67	1.05	1.23
应交税费	22.9	25.5	25.5	25.5	25.5	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	4.8	5.4	5.4	5.4	5.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	16.1%	18.5%	32.7%	51.3%	25.1%
长期借款	2667.3	3233.2	3233.2	3233.2	3233.2	EBIT 增长率	5.5%	-29.9%	62.0%	50.6%	43.8%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	12.8%	-40.2%	66.6%	57.4%	17.2%
负债合计	3420.0	4255.6	7119.4	8326.0	22225.7	盈利性					
股东权益合计	2759.0	4779.5	5142.0	5707.0	6328.0	销售毛利率	20.0%	13.3%	15.1%	15.1%	16.8%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.6%	5.4%	6.7%	7.0%	6.6%
净利润	425.1	254.1	423.5	666.6	781.0	ROE	15.4%	5.3%	8.2%	11.7%	12.3%
折旧与摊销	362.5	514.0	530.1	544.6	558.3	ROIC	9.53%	4.48%	5.31%	7.07%	4.83%
经营活动现金流	509.0	183.2	435.7	385.7	633.4	估值倍数					
投资活动现金流	-602.1	-215.6	-215.6	-215.6	-215.6	PE	20.8	44.6	26.8	17.0	14.5
融资活动现金流	111.6	1783.2	2458.2	506.5	12907.3	P/S	2.2	2.4	1.8	1.2	1.0
现金净变动	18.6	1750.7	2678.3	676.6	13325.1	P/B	3.2	2.4	2.2	2.0	1.8
期初现金余额	580.5	599.1	2349.8	5028.1	5704.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	1.4%
期末现金余额	599.1	2349.8	5028.1	5704.7	19029.8	EV/EBITDA	11.2	13.1	10.1	7.9	6.3

资料来源: 中国银河证券研究部

(三)、浙江龙盛(600352.SH): 受益于出口回暖(推荐)

表 17: 浙江龙盛(600352.SH) 关键指标预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4225.41	4619.41	6677.15	7545.80	8904.05
增长率(%)	26.30%	9.32%	44.55%	13.01%	18.01%
归属母公司股东净利润	470.47	669.22	805.59	1144.85	1249.49
增长率(%)	21.99%	44.65%	20.38%	42.11%	9.18%
每股收益(EPS)	0.320	0.456	0.567	0.780	0.851
ROE	14.90%	16.73%	18.77%	19.34%	17.63%
EV/EBITDA(X)	11.27	16.12	9.04	8.06	6.41
PE	36.11	25.39	20.79	15.12	13.85
PB	5.38	4.25	3.50	2.87	2.40

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设和主要预测:

公司是全球第一大分散染料制造商, 活性染料产量在国内位居前三。纺织印染行业出口形势好转, 染料需求逐步上升, 公司业绩稳固提升。

公司产品结构合理, 产业链完善。活性染料和化工中间体业务增长快速。间苯二胺作为分散染料的主要原料, 有助于公司控制产品成本。公司与印度最大活性染料厂商 Kiri 合作, 活性染料市场份额将大幅提高。

我们与市场的不同观点:

市场普遍认为 2011 年石油价格大幅上涨, 化工受成本上升影响不看好。我们认为, 2011 年国际油价在中位小幅走高且在供大于求背景下不会大幅上升十分有利于公司整体业绩提升, 随着出口增长销售回暖, 染料和助剂行业市场回暖。

公司估值与投资建议:

我们预计 2011-2012 年公司净利润分别同比增长 42.11% 和 9.18%; 动态市盈率分别为 15.12 倍和 13.85 倍, 给予推荐投资评级。

股价表现的催化剂:

- (1) 纺织印染行业出口形势转好, 染料的需求大幅提升, 染料提价。
- (2) 公司业绩大幅提高。

主要风险因素:

- (1) 国际油价大涨导致成本上升;
- (2) 中外出口贸易争端加剧。

表 18: 浙江龙盛 (600352.SH) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	902.98	1367.44	1977.78	770.09	2832.72	营业收入	4225.41	4619.41	6677.15	7545.80	8904.05
应收和预付款项	1702.35	2798.14	2439.86	3894.61	3605.39	营业成本	3136.51	3441.13	5811.37	5369.59	6477.69
存货	583.66	1572.08	393.47	1976.19	882.49	营业税金及附加	12.05	11.78	19.40	19.24	22.71
其他流动资产	0.29	0.87	0.87	0.87	0.87	营业费用	140.92	133.05	186.30	217.34	256.46
长期股权投资	441.28	453.08	453.08	453.08	453.08	管理费用	267.77	304.90	398.78	498.06	587.71
投资性房地产	7.52	7.16	6.33	5.50	4.67	财务费用	126.19	39.55	21.64	46.44	36.82
固定资产和在建工程	1565.59	2320.19	2815.02	3219.86	3534.69	资产减值损失	79.78	20.02	52.59	0.00	0.00
无形资产和开发支出	542.38	609.12	543.56	477.99	412.42	投资收益	64.47	82.32	102.57	0.00	0.00
其他非流动资产	129.38	108.51	105.86	103.21	103.21	公允价值变动损益	-4.28	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	5875.43	9236.60	8735.82	10901.40	11829.54	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	522.37	751.29	968.35	1395.12	1522.65
短期借款	812.76	969.17	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	-1.08	13.48	27.42	0.00	0.00
应付和预收款项	1184.42	1933.56	1518.49	2573.37	2289.28	利润总额	521.29	764.76	995.77	1395.12	1522.65
长期借款	211.32	1342.97	1342.97	1342.97	1342.97	所得税	42.06	71.57	144.83	209.27	228.40
其他负债	379.57	690.87	690.87	690.87	690.87	净利润	479.23	693.19	850.93	1185.86	1294.25
负债合计	2588.08	4936.57	3552.33	4607.20	4323.11	少数股东损益	8.76	23.97	45.85	41.01	44.76
股本	659.00	1318.00	1318.00	1318.00	1318.00	归属母公司股东净利润	470.47	669.22	805.59	1144.85	1249.49
资本公积	1129.46	762.96	762.96	762.96	762.96	每股收益 (EPS)	0.320	0.456	0.567	0.780	0.851
留存收益	1369.70	1919.42	2770.27	3839.96	5007.43	财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
归属母公司股东权益	3158.16	4000.38	4851.23	5920.92	7088.38	毛利率	25.77%	25.51%	28.58%	28.84%	27.25%
少数股东权益	129.19	299.65	332.27	373.28	418.04	销售净利率	11.34%	15.01%	15.13%	15.72%	14.54%
股东权益合计	3287.35	4300.03	5183.50	6294.20	7506.42	ROE	14.90%	16.73%	18.77%	19.34%	17.63%
负债和股东权益合计	5875.43	9236.60	8735.82	10901.40	11829.54	ROA	8.87%	8.28%	13.45%	13.22%	13.18%
						ROIC	20.58%	22.63%	25.98%	27.18%	19.38%
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	销售收入增长率	26.30%	9.32%	44.55%	13.01%	18.01%
净利润	470.47	669.22	805.59	1144.85	1249.49	EBIT 增长率	24.09%	46.71%	53.66%	22.67%	8.18%
折旧与摊销	156353	286517	646229	676229	664151	净利润增长率	21.99%	44.65%	36.07%	25.72%	9.14%
经营性现金净流量	854.25	-529.63	2604.74	-186.08	3081.48	估值倍数					
投资性现金净流量	-970.81	-751.97	-900.00	-900.00	-900.00	EPS(X)	0.320	0.456	0.567	0.780	0.851
筹资性现金净流量	358.29	1603.82	-1094.41	-121.60	-118.85	PE(X)	36.11	25.39	20.79	15.12	13.85
现金流量净额	241.91	321.63	610.33	-1207.68	2062.62	PB(X)	5.38	4.25	3.50	2.87	2.40
EBITDA	672.45	936.50	1649.37	2005.78	2211.04	PS(X)	4.02	3.68	2.72	2.25	1.91
NOPLAT	484.42	681.74	998.89	1225.33	1325.55	EV/EBITDA(X)	11.27	16.12	9.04	8.06	6.41

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

浙江龙盛是世界最大的染料生产商，在国内染料业务中居主导地位。

表 19：浙江龙盛（600352.SH）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.4
优势	综合类染料公司规模成本优势明显，经营效率高。	分值：5.0
劣势	大型企业，分支机构较多，管理难度大。	分值：4.0
机会	因环保要求小染料企业不断退出，生产环保标准提高有利于公司业绩提升	分值：5.0
威胁	国际油价高涨会迅速增加企业生产成本。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究部

表 20：浙江龙盛（600352.SH）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.7
供应商力量	供应商较多，且都在公司周边，足以满足公司原料供应。	分值：5.0
新进入壁垒	由于环保要求，政府对新进入者控制较严格，进入壁垒较高。	分值：5.0
客户力量	客户很分散，客户力量较弱。	分值：4.5
替代产品	植物染料成本很高，短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	公司已经是全球最大生产商，竞争对手力量较小。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: EIA 世界原油消费及预测.....	1
图 2: 中国石油消费量.....	2
图 3: OPEC 剩余产能 (百万桶/日).....	2
图 4: 国内甲乙酮 (丁酮) 价格图.....	3
图 5: 国内甲乙酮 (丁酮) 与 C4(丁烷) 价格差.....	3
图 6: 世界甲乙酮 (丁酮) 消费结构.....	4
图 7: 国内甲乙酮 (丁酮) 消费结构.....	4
图 8: 国内甲乙酮 (丁酮) 供需变动趋势.....	4
图 9: 国内己二酸与纯苯价差迅速增长.....	5
图 10: 全球产能分布比例图.....	6
图 11: 国内己二酸供需变动趋势.....	7
图 12: 独山子石化顺丁橡胶价格趋势.....	9
图 13: 中国汽车产量持续高增长.....	9
图 14: 中国全国民用汽车拥有量.....	9
图 15: 中国轮胎产量图.....	10
图 16: 中国橡胶助剂产量图.....	10
图 17: 中国橡胶总消耗量.....	10
图 18: 我国 PTA 净进口量及进口依存度变化情况.....	11
图 19: PTA 现货价格和利润情况.....	12
图 20: PTA 现货价格和利润情况.....	12
图 21: 中国染料出口量.....	13
图 22: 中国染料表观消费量.....	13
图 23: 合成有机染料出口平均单价.....	13
图 24: 国内纯苯价格走势.....	14
图 25: 国内甲苯价格走势.....	14
图 26: 国内纯碱价格趋势.....	15
图 27: 国内烧碱价格趋势.....	15
图 28: PVC 价格趋势.....	15
图 29: PVC 近一个月价格走势.....	15

表格目录

表 1: 全球三大能源机构石油需求预测 (百万桶/日)	1
表 2: 我国甲乙酮产能及年度产量情况	5
表 3: 2010 年全球区域产能情况	6
表 4: 全球己二酸区域需求变化情况 (不含中国) (万吨)	7
表 6: 己二酸国内外需求差异较大	8
表 7: 2003-2010 年国内 PTA 发展及生产消费情况 (万吨/年)	11
表 8: 国内 PVC 供需情况	15
表 9: 天利高新 (600339.SH) 关键指标预测	16
表 10: 天利高新 (600339) 战略分析	17
表 11: 天利高新 (600339) 竞争力分析	17
表 12: 天利高新 (600339) 财务报表预测	18
表 13: 天利高新 (600339.SH) 关键指标预测	19
表 14: 华鲁恒升 (600426) 战略分析	20
表 15: 华鲁恒升 (600426) 竞争力分析	20
表 16: 华鲁恒升 (600426) 财务报表预测	21
表 17: 浙江龙盛 (600352.SH) 关键指标预测	22
表 18: 浙江龙盛 (600352.SH) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)	错误! 未定义书签。
表 19: 浙江龙盛 (600352.SH) 战略分析	24
表 20: 浙江龙盛 (600352.SH) 竞争力分析	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908