

李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

021-50588666-8045

Lilil12345@sina.com

成本压力增加，政策左右行业

——石油与化工行业 2011 年下半年投资策略

研究报告-行业策略

同步大市（调降）

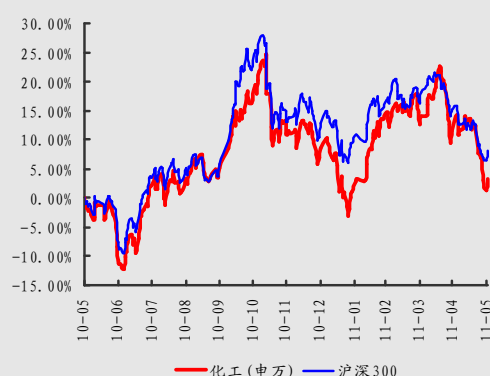
发布日期: 2011 年 6 月 1 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2010 EPS	2011 EPS	2011 PE	评级
传化股份	0.64	0.79	15.28	增持
回天胶业	1.33	1.92	16.40	增持
金发科技	0.41	0.69	23.59	增持
英力特	0.72	1.08	17.60	增持
盐湖股份	1.44	2.51	21.47	增持
兴发集团	0.51	0.70	28.93	增持

注: 股价为 09 年 5 月 23 日收盘价

化工行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

中原证券 20101149--策略-AAA-石化行业 2011 年投资策略: 关注原油上涨受益品种及新兴产业板块
.....2010 年 11 月 17 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

2011 年, 行业成本压力增加, 政策对行业的影响较大, 给予行业“同步大市”的投资评级。

投资要点:

- **一季度化工行业收入和利润增速下滑。**2010 年, 我国石油和化工行业走过了 2008 年、2009 年“增收减利”和“减收减利”的两年痛苦历程, 实现了收入和利润的双双快速增长, 但 2011 年一季度以来, 全行业收入和利润增速均有快速下滑态势, 且利润增速下滑幅度超过收入增速下滑幅度。
- **化工行业下半年成本压力上涨。**预计 2011 年下半年, 国际原油价格将在 90-120 美金/桶之间运行, 不排除地缘政治等因素影响导致油价再次冲高。加之电价上调预期强烈, 煤炭价格高位运行, 化工行业的原材料和物流成本将继续增加; 此外, 环保投入力度加大、产业升级进程加快将带来相应地政策成本提升; 人民币升值引发出口成本的增长。总体而言, 下半年, 化工行业将面临成本的全面上涨, 成本压力加剧。
- **给予化工行业“同步大市”的投资评级。**从国内需求看, 除造纸外, 房地产、汽车、家电、纺织等各产业链终端需求均呈现增长放缓或需求下降的现象, 这将使得后期化工产品的成本转嫁能力继续减弱, 新一轮的“去库存化”周期或将到来, 这对未来全行业的盈利增长带来一定的压力。预计下半年行业利润增速将降至 20%-25%, 调降行业评级至“同步大市”。
- **下半年重点关注板块:** 一、氯碱板块中具备成本优势的个股, 二、关注国际价格传导可能带来盈利提升的磷化工和钾肥板块; 三、关注政策或将惠及的新材料及节能减排板块。
- **重点关注以下公司:** 传化股份 (002010)、回天胶业 (300041)、金发科技 (600143)、英力特 (000635)、盐湖股份 (000792) 和兴发集团 (600141)。
- **风险提示:** 成本增加、需求快速下滑风险; 国际板出台对行业估值的冲击。

目 录

1、2010 年及 2011 年一季度石油和化工行业回顾	4
1.1 2010 年回顾：摆脱经济危机魅影，重拾“增收增利”态势	4
1.2 2011 年一季度：成本压力显现	5
1.2.1 产量增长较快，但有放缓态势	5
1.2.2 价格普涨，原料价格上涨更快	6
1.2.3 原油进口量增加，橡胶制品出口增速放缓	9
1.2.4 固定资产投资稳步增长，子行业出现分化	9
1.3 一季度化工子行业财务透视	10
1.3.1 化工新材料、氯碱、钾肥盈利突出	10
1.3.2 涤纶、氯碱、日化品、涂料运营效率突出	12
1.3.3 化工新材料、氯碱、磷肥、农药、纺织化学品资产负债率下降明显	13
1.4 一季度化工子行业二级市场表现	14
2、下半年化工行业成本压力加大，受政策影响较大	15
2.1 成本全面上涨	15
2.2 国内需求稳步增长，但增速呈现放缓迹象	16
2.3 出口市场不容乐观	18
2.4 下半年化工利润增速或进一步放缓	19
3、下半年投资策略	20
3.1 预计下半年行业走势“同步大市”	20
3.2 关注氯碱板块中具备成本优势的个股	20
3.3 关注国际价格传导可能带来盈利提升的磷化工和钾肥板块	20
3.4 关注政策或将惠及的新材料及节能减排板块	21
4、重点公司限售股解禁情况	22
5、风险因素	22
6、重点上市公司分析	22

图目录

图 1: 化工行业营业收入增速和利润增速.....	4
图 2: 化工指数走势.....	5
图 3: 化工产品价格指数当月同比及当月环比走势.....	7
图 4: 部分化工产品价格走势图.....	7
图 5: 化工各子行业走势图.....	15
图 6: WTI 国际原油价格走势.....	16
图 7: 阳泉洗中块坑口价（7000 大卡/不含税）.....	16
图 8: 石化下游消费终端的情况.....	17
图 9: 人民币兑美元走势图.....	19
图 10: 我国化工 PE 历史走势及和沪深 300PE 走势比较.....	20

表目录

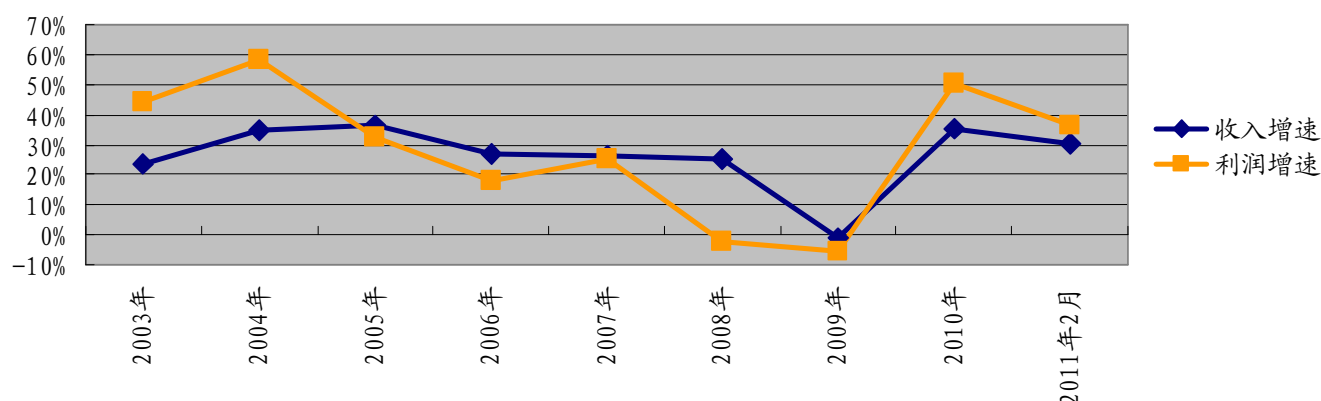
表 1: 部分化工产品产销总量表（单位：万吨）.....	6
表 2: 各化工子行业实际完成固定资产投资金额同比增速.....	10
表 3: 化工行业收入和利润情况.....	10
表 4: 上市公司所属化工行业盈利能力分析.....	11
表 5: 现金创造能力分析.....	12
表 6: 上市公司所属化工行业运营效率分析.....	13
表 7: 上市公司所属化工行业资产结构及现金创造能力分析.....	14
表 8: 重点公司股份解禁时间表及解禁比例.....	22

1、2010 年及 2011 年一季度石油和化工行业回顾

1.1 2010 年回顾：摆脱经济危机魅影，重拾“增收增利”态势

回顾 2008 年和 2009 年，受经济危机的负面冲击，石油和化工行业经历了“增收减利”和“减收减利”的两年痛苦历程，直到 2010 年才逐步走出困境。据中国石油和化学工业协会统计，2010 年 1-11 月，我国石油和化工行业实现营业收入 78649.62 亿元，同比增长 35.1%；实现利润总额 6308.9 亿元，同比增长 50%，与经济危机前正常年份（2007 年）相比，收入增长 48.30%；利润增长 14.84%，整体已摆脱 08、09 年经济危机的负面影响，但值得注意的是，2010 年与常态年份（2007 年）相比的收入增速创出了 2003 年以来的历史新高（48.30%），但利润增速却为 2003 年以来的新低（14.84%），体现出整个行业日益增长的成本压力。

图 1：化工行业营业收入增速和利润增速



资料来源：石化协会

从进出口贸易看，2010 年 1-11 月，实现进出口贸易总额 4587.81 亿美元，同比增长 40.3%，扭转了上年同期的下滑态势，其中进口总金额为 3244.61 亿美元，同比增长 42.3%；出口总金额为 1343.20 亿美元，同比增长 35.7%。

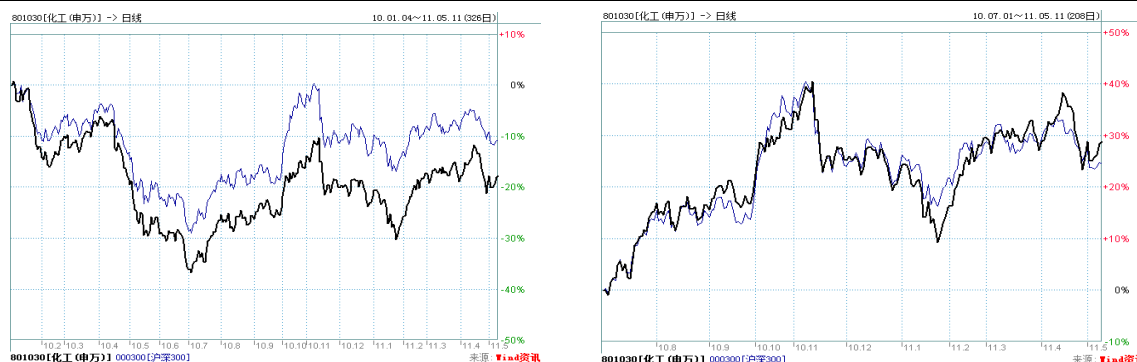
从固定资产投资状况看，2010 年全行业完成固定资产投资 11524.97 亿元，同比增长 13.8%，增幅较上年同期上升 0.9 个百分点，但尚未恢复至经济危机前水平（2007 年，35.74%）。

从价格走势看，受产能过剩，宏观调控政策影响，2010 年上半年化工

产品价格涨多跌少，下半年，棉花价格大幅上涨拉动粘胶纤维及涤纶产品价格上涨，同时，下半年成品油价格两次上调、以及为了实现节能减排目标而实施的拉闸限电举措，推动了化工产品价格的快速普涨。

从二级市场看，行业指数走势基本与化工产品价格波动一致，上半年明显弱于大盘，下半年，基本与大盘保持同步。

图 2：2010 年上下半年化工指数相对于沪深 300 走势



资料来源：Wind

1.2 2011 年一季度：成本压力显现

2011 年 1-2 月，我国石油和化工行业实现营业收入 14536.87 亿元，同比增长 35.1%；实现利润总额 1258.55 亿元，同比增长 37.50%。化工行业整体发展势头较好，但营收和利润与 2010 年四季度相比下降较为显著。

1.2.1 产量增长较快，但有放缓态势

2011 年 1-4 月，国内石油和化工产品产量同比快速增长。在重点跟踪的 32 类产品中，产量同比增长的有 24 类，占比 75%；产品产量同比下降的有 8 类，占比 25%。其中，增幅在 15% 以上的占 30%；乙烯、甲醇、合成橡胶、合成纤维等产品产量增幅均在 20% 以上；涂料、轮胎、除草剂、磷矿石、塑料、烧碱和合成橡胶的产量均创出了历史新高。但值得注意的是，4 月份以来，在重点跟踪产品中，近一半产品产量环比有所下滑。主要为石化类产品如乙烯、塑料、纤维；以及化肥类产品，如磷肥、尿素。这主要来自于下游需求增速的放缓。据石化协会统计，2011 年 4 月，与前 3 个月相比，主要化工产品的消费增长，除甲醇等极少数产品有所加快外，其余均有不同程度的回落。

表 1: 部分化工产品产销总量表 (单位: 万吨)

产品	2010 年 1-11 月						2011 年 1-2 月						2011 年 1-3 月	
	产量	同比 (%)	进口	同比 (%)	出口	同比 (%)	产量	同比 (%)	进口	同比 (%)	出口	同比 (%)	产量	同比
原油	18555.7	6.6	21845.4	19.7	280	-41.8	3372.2	5.5	4174.4	17.2	35.5	1.5	5135.6	6.7
天然气	867.4	11.8	145.6	110.3	36.5	22.6	186.1	15.1	37.4	108	5.3	-5.2	274.3	12.1
成品油	22993.2	10.4	698.5	-5.7	1489.2	14.2	4349.3	11.6	146.2	17	199.2	-21.7	6549.1	10
乙烯	1295.6	35.5	72.7	-20.1	2.4	119.9	260.1	35.8	17.3	13.7	0	-11.1	394.8	32
纯苯	501.3	18.8	18.5	-69.2	10.8	-56.9	96.2	18.3	1.8	2.8	2.9	194.5	152.1	19.6
合成树脂	3952.6	19.1	2774.4	2.6	271.8	37.6	736.9	15.3	475.4	3	41.3	25.9	1100.5	12.6
电石	1354.8	1.4	0	422	13.1	12	263	6.5	0	580	2	2.7	395.9	5.3
PVC	1031.8	11.4	134.33	-26	25.8	1.3	188.6	8.5	26.4	18.4	2.8	-10.5	291.3	9.6
合成橡胶	280.6	12.1	142.8	6.1	21.7	137	109	18.5	23.4	-5.8	3.5	64.2	84.8	14.6
轮胎 (万条)	70885.5	20.8	954.7	43.1	33612.9	24.5	10254.4	4.4	159	9.6	5601.4	9.3	16987.3	6.9
烧碱	1916.3	13.3	1.5	-52.7	142.1	4	354.2	17.9	0.3	-10.4	27.2	48.7	336.1	15
纯碱	1870.3	6	0.2	-95.3	146	-32.3	344.9	0.9	0.2	40	31.2	35.8	532.5	0.9
甲醇	1431.9	27.1	470.2	-4.8	1.2	27.7	274.2	12.7	66.8	17.8	0.1	-84.2	477	24.3
冰醋酸	351.5	32.2	5.8	0.7	19.4	0.6	62.9	1.6	2.6	41.5	7.1	378	91.3	-5.6
尿素	2398.3	-6.4	0.61	-65.8	253.9	91.8	414.8	-5.6	0	-98.6	25	-43.5	647.3	-4.5
硫酸	6352.1	19.8	148	-44.2	18.1	6855.3	1110.7	14.2	17.5	-52.8	6.5	12206.5	1742.8	14.1
磷肥	1557.1	23.1	37.5	10	238.2	80.9	234.9	23.4	8	-52	19.1	22.7	338.7	22.3
钾肥	377.6	15.9	286.4	116.8	5.1	-77.1	29.2	98.6	41.9	1.3	1.2	-26.4	58.9	43.3
涂料	870.8	23.9	20.8	29	15.9	7.2	129.3	19.5	3.1	14.7	22.4	-10.9	206.5	23.9
合成纤维单体	1258.6	17.4	1315.6	10.3	0.4	-59.4	253.8	16	223.6	1.9	0.8	1925.8	402	15.8
合成纤维聚合物	1272	7.2	109.7	-1.1	89.3	21	236.6	14.3	17.1	1.1	14	40.2	363.2	10.2
聚酯	1119.7	6.1	25.4	2.4	73.6	17.5	189.1	11.9	3	-6.3	11.3	45.7	292.4	5.9

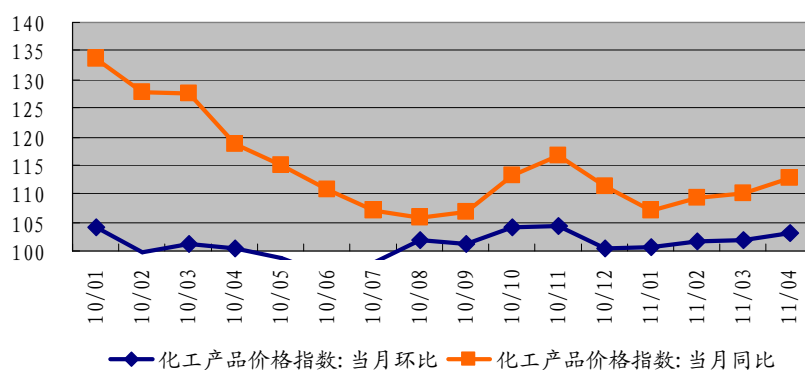
资料来源: 中国石油和化学工业协会

1.2.2 价格普涨, 原料价格上涨更快

2011 年 1-4 月, 受中东、北非局势动荡影响, 国际原油价格快速上涨, 从而带动国内石油和化工产品价格总体呈较强上涨趋势, 且涨幅持续扩大 (见图 2)。其中, 3 月份石油天然气开采业价格指数 125.8 点, 比上月上升 10.7 个百分点; 石油加工业价格指数 116.6 点, 比上月上升 2.3 个百分点; 化学工业价格指数 108.8 点, 比上月上升 0.6 个百分点。可以看到, 价格涨

幅从上游到下游逐步缩小，表明下游产品价格传导的难度在增加，这与此前提到的下游消费增速放缓密切相关。

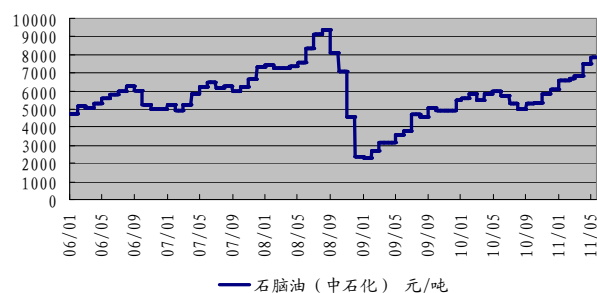
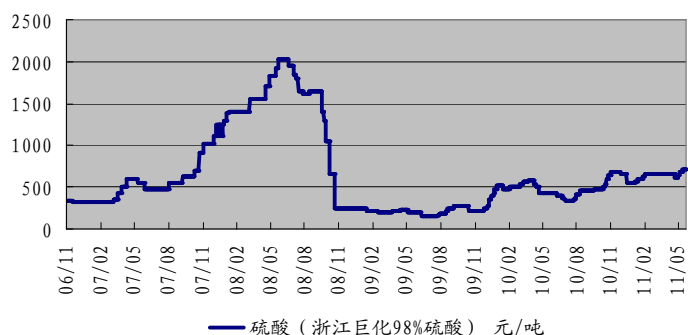
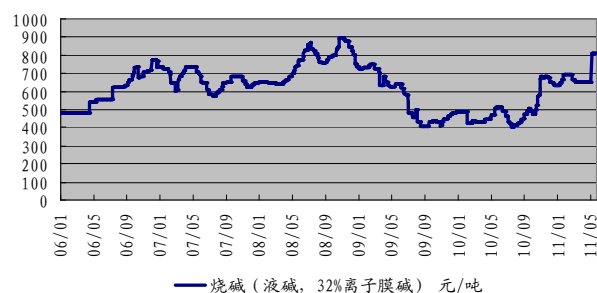
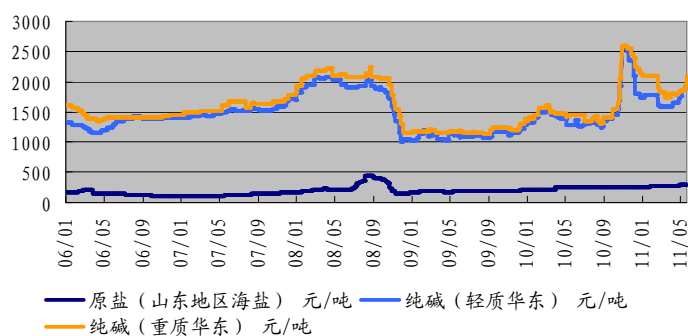
图 3：化工产品价格指数当月同比及当月环比走势

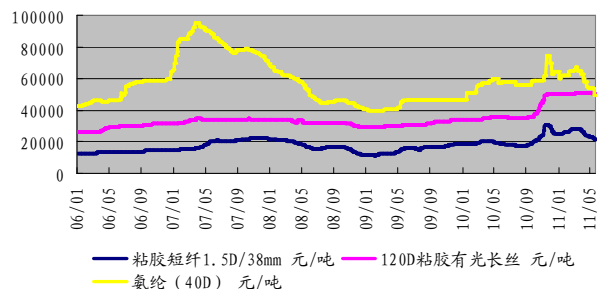
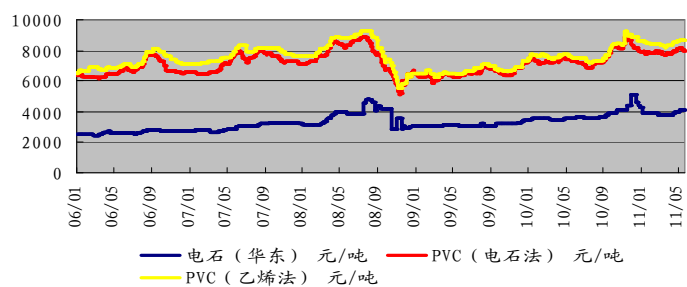
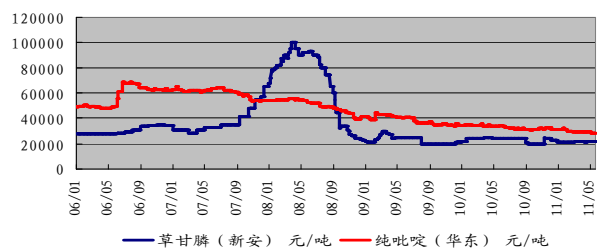
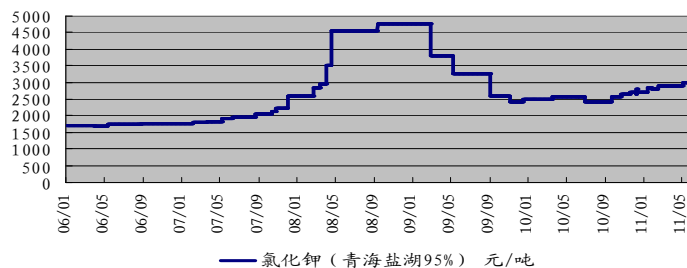
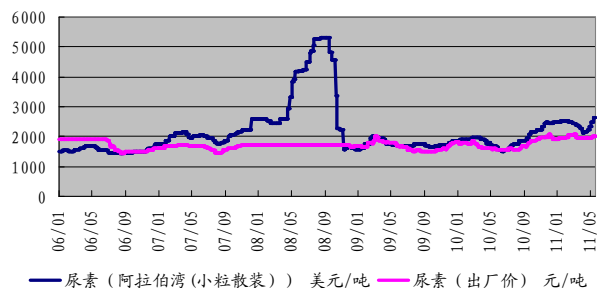
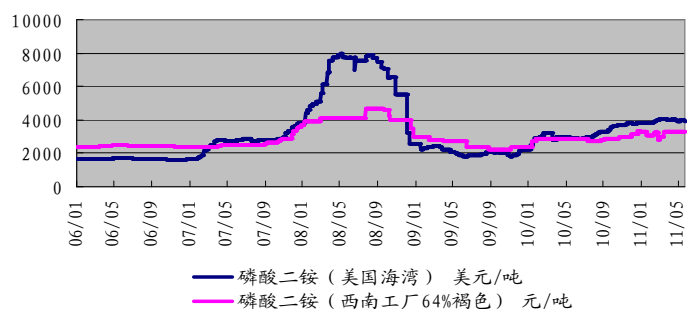
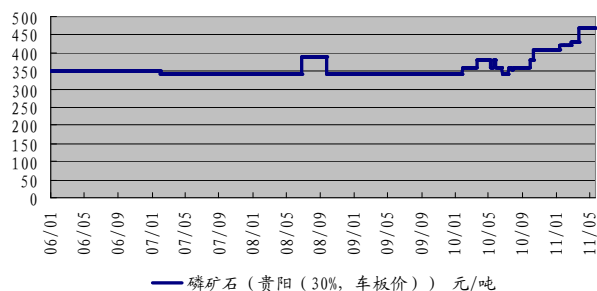
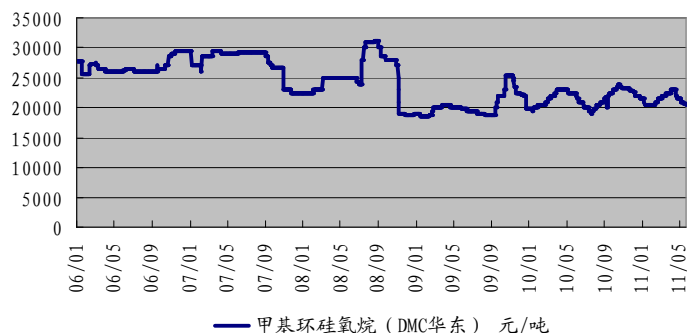
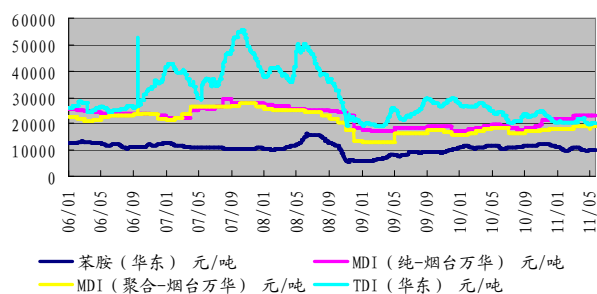
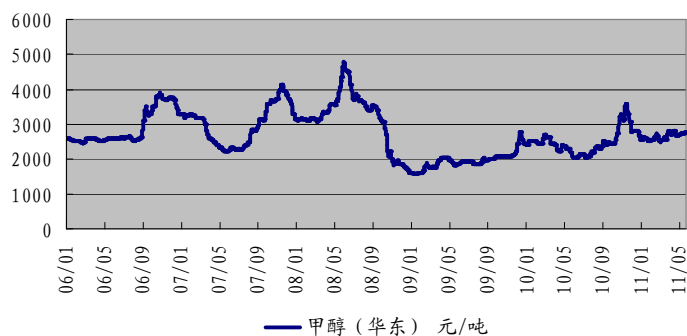


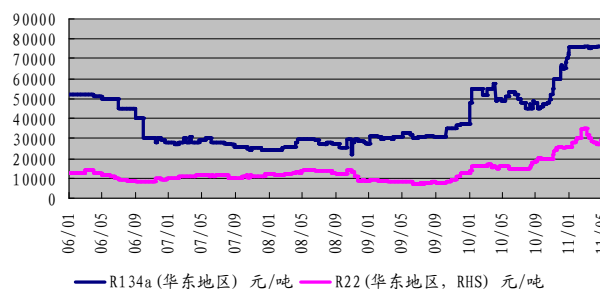
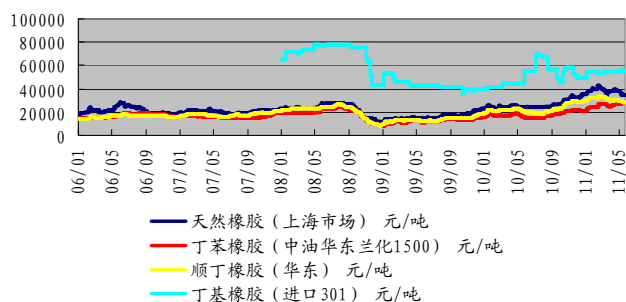
资料来源：Wind、石化协会

具体到各类子产品，大部分化学原料类产品价格高位震荡。其中，有机化学原料产品价格涨势更大。成品油价格继续上调。钾肥价格继续回升；三大合成材料价格涨幅高位震荡。

图 4：部分化工产品价格走势图







资料来源：百川资讯

1.2.3 原油进口量增加，橡胶制品出口增速放缓

2011年1-3月，全行业进出口贸易总额达到1369.6亿美元，创历史新高，同比增长32%。其中，进口总额997.6亿美元，同比增长32.5%；出口总额371.9亿美元，增长30.7%，增速比1-2月加快6.2个百分点。一季度，贸易逆差625.7亿美元，同比扩大33.5%。

逆差的扩大一方面来源于原油贸易的增长。由于下游有机化学品量价齐升，拉动了对上游原油的需求。一季度，国内共进口原油6341.5万吨，同比增长11.9%，原油逆差占逆差总额的68.9%。

橡胶制品在全行业出口贸易额中一直占有较大比重，但今年以来，占比下降的趋势有所加快。一季度橡胶制品出口额为85.3亿美元，同比增长28.3%，占全行业出口总额的22.9%，比前2个月下降2.1个百分点，比1月份下降4.2个百分点。

1.2.4 固定资产投资稳步增长，子行业出现分化

2011年1-3月，全行业实际完成固定资产投资1795亿元，同比增长17.8%，较2009年（12.9%）和2010年（13.8%）有所回升，但增幅比1-2月小幅回落1.1个百分点。

分子行业看，3月，炼油、化学矿采选、有机化学原料制造、复混肥、涂料、油墨、轮胎的投资加速增长；而油气开采、无机酸、无机碱、颜料、塑料、纤维、专用化学品投资增速较1-2月有所放缓，但无机酸、颜料和纤维的投资增速依然较快，均在50%以上；氮肥、磷肥、钾肥、合成橡胶制造的固定资产投资继续下滑；无机盐、农药、染料的固定资产投资首次出现下滑。

表 2: 各化工子行业实际完成固定资产投资金额同比增速

子行业名称	1-3 月 (%)	1-2 月 (%)	子行业名称	1-3 月 (%)	1-2 月 (%)
油气开采	5.5	12	化学农药	-8.1	27.9
原油加工	26.9	17.1	涂料	41.7	26.8
化学矿采选	39.8	27.9	油墨	27.7	5.7
无机酸制造	93	143.9	颜料	56.9	108.5
无机碱制造	4.5	10.4	染料	-14	9.2
无机盐制造	-4.7	28.7	塑料	3.6	19
有机化学原料制造	20.7	17.5	橡胶	-15.7	-8.6
氮肥制造	-6.9	-34.4	纤维	59.1	93.9
磷肥制造	-14.2	-36.2	专用化学品	21.4	23.4
钾肥制造	-3.8	-21.5	轮胎	57.1	29.4
复混肥制造	21.9	13.9			

资料来源: 中国石油和化学工业协会

1.3 一季度化工子行业财务透视

1.3.1 化工新材料、氯碱、钾肥盈利突出

从扣除非经常损益后的净利润看, 2011 年 1-2 月, 化工新材料、氯碱、钾肥、炼油板块延续了 2010 年的良好发展态势, 净利润同比和环比均保持持续增长态势; 但由于国际油价上涨较快, 石油加工业的盈利能力出现下滑。

从盈利能力的绝对值看, 一季度新材料、涤纶、氨纶、纯碱、氯碱、磷肥、钾肥、炼油、塑料板块的毛利率高于 2006 年以来的平均水平; 其中, 新材料和磷肥的毛利率水平更是创出了历史新高, 钾肥的毛利率水平也恢复较快; 从盈利能力的环比变化情况看, 与上年四季度相比, 一季度新材料类产品、粘胶、氯碱、磷肥、钾肥以及纺织化学品板块的毛利率有所上升。

从现金创造能力看, 新材料、粘胶、纯碱、氯碱、无机盐、钾肥的现金创造能力良好。

综合以上分析, 一季度, 化工新材料、氯碱、钾肥板块的盈利突出。

表 3: 化工行业收入和利润情况

行业名称	营业收入						扣除非经常损益后的净利润					
	2010A	同比	4Q2010	1Q2011	同比	环比	2010	同比	4Q2010	1Q2011	同比	环比
化工	24951.52	41.12	6563.76	7585.71	34.62	15.57	903.91	27.8	171.81	293.52	43.36	70.84
新材料	538.92	40.18	152.38	172.54	53.72	0.13	33.08	156.98	9.51	16.03	182.06	0.69

化学纤维	699.35	39.81	215.43	208.32	38.69	-0.03	26.35	253.59	8.9	10.34	156.24	0.16
涤纶	314.59	35.93	105.59	93.42	50.78	-0.12	17.89	402.31	7.73	6.7	398.83	-0.13
维纶	117.69	41.64	38.05	37.72	57.53	-0.01	2.95	245.34	1.95	0.43	114.29	-0.78
粘胶	169.59	37.9	46.49	50.67	17.58	0.09	-2.8	亏损	-3.43	0.89	12.36	-1.26
氨纶	45.14	43.39	10.89	11.38	9.82	0.04	6.85	240.01	1.82	1.73	7.46	-0.05
化学原料	877.58	32.23	253.78	250.64	32.3	-0.01	15.75	扭亏	9.96	9.5	470.77	-0.05
纯碱	218.6	31.63	67.87	69.66	48.44	0.03	4.56	扭亏	3.78	3.05	259.92	-0.19
氯碱	528.86	33.81	147.35	145.94	24.36	-0.01	7.59	扭亏	4.79	5.52	1696.26	0.15
无机盐	130.12	27.4	38.56	35.05	39.25	-0.09	3.6	扭亏	1.39	0.93	82.12	-0.33
化学制品	1407.92	17.25	407.61	382.01	23.54	-0.06	55.9	-2.65	3.57	21.52	25.84	5.03
氮肥	621.22	15.38	169.99	176.04	31.21	0.04	11.78	扭亏	-1.19	4.77	9.97	-5.01
磷肥	44.81	0.81	13.63	11.03	15.73	-0.19	0.59	扭亏	-0.05	0.63	454.96	-13.60
钾肥	77.83	10.15	20.25	23.16	-3.84	0.14	13.49	-8.58	1.26	8.75	35.94	5.94
农药	262.46	14.65	81.51	65.99	12.82	-0.19	7.62	-6.92	0.82	1.47	-26	0.79
日用品	107.62	18.96	28.13	28.41	23.63	0.01	-3.67	减亏	-3.75	0.07	扭亏	-1.02
涂料等	18.07	29.48	7	4.56	32.39	-0.35	1.19	-13.77	0.39	0.18	-0.92	-0.54
民爆	59.55	26.58	19.55	13.79	36.54	-0.29	6.95	8.54	2.08	1.25	54.75	-0.40
纺化品	125.64	28.34	34	35.73	26.54	0.05	13.16	10.64	3.36	2.88	-7.99	-0.14
石油化工	20658.63	43.93	5320.51	6365.37	35.17	0.20	752.08	16.34	132.66	229.45	32.67	0.73
塑料	360.24	28.77	108.67	91.89	22.18	-0.15	15.84	189.54	5.77	4.98	177.16	-0.14
轮胎	386.59	35.39	99.16	109.42	28.89	0.10	3.72	-72.17	1.23	1.46	16.03	0.19

资料来源: Wind 资讯

表 4: 上市公司所属化工行业盈利能力分析

板块 名称	销售毛利率 (%)						
	2006	2007	2008	2009	2010	4Q2010	1Q2011
化工	15.36	16.15	9.63	21.54	18.94	21.36	17.26
新材料	20.64	22.62	19.32	18.45	21.09	20.88	24.37
化纤	9.87	14.7	5.29	12.44	12.85	15.85	13.97
涤纶	5.84	6.99	2.68	10.35	13.14	18.71	14.49
维纶	18.25	20.8	12.87	13.77	14.07	19.32	11.98
粘胶	14.63	20.96	-0.85	14.24	8.34	3.81	12.32
氨纶	17.15	40.33	21.51	18.35	28.6	32.72	28.2
化学原料	16.43	18.38	15.76	11.49	14.56	17.47	16.39
纯碱	16.39	19.89	16.28	10.68	16.88	21.91	18.01
氯碱	15.14	17.25	12.36	9.98	12.18	14.66	14.75
无机盐	22.07	20.17	26.93	18.63	20.35	20.40	20.01
化学制品	23.51	22.83	23.7	20.78	20.75	20.36	20.29
氮肥	21.8	20.27	18.88	14	15.57	17.29	14.88
磷肥	10.54	11.69	5.95	6.49	9.48	11.71	13.33
钾肥	56.13	52.96	59.6	51.65	46.07	35.07	56.25
农药	18.05	19.4	25.71	18.75	18.19	17.20	16.01

日用品	27.67	28.15	29.55	30.83	31.67	29.77	29.73
涂料等	18.67	19.37	20.52	25.5	19.99	16.63	16.17
民爆	30.11	30.56	34.07	37.39	34.24	32.76	28.7
纺化品	21.55	23.78	24.94	27.11	24.98	23.49	24.47
石油化工	15.06	15.52	8.03	22.59	19.34	22.10	17.14
塑料	12.31	13.03	11.93	15.82	15.63	16.63	15.79
橡胶	11.5	14.16	9.83	20.61	12.21	13.70	11.96
轮胎	11.25	13.96	9.18	20.41	11.78	13.43	11.76

资料来源：Wind 资讯，注：采用“整体法”计算所有数据

表 5：现金创造能力分析

板块名称	经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入 (%)				板块名称	经营活动现金流量净额 / 营业收入 (%)			
	2009	2010	1Q2010	1Q2011		2009	2010	1Q2010	1Q2011
化工	10.99	8.18	5.06	2.13	氮肥	15.17	4.15	-5.74	-1.09
新材料	8.99	7.59	-1.22	6.86	磷肥	34.38	1.67	-47.93	-35.13
化纤	3.49	6.27	-4.33	0.8	钾肥	17.98	21.88	-5.5	82.96
涤纶	6.92	9.77	-9.17	-5.54	农药	10.24	7.44	-3.23	-13.56
维纶	2.99	2.94	12.81	8.16	日用品	5.4	4.49	-2.89	-0.12
粘胶	-6.68	-1.92	-11.16	9.15	涂料等	7.99	-2.87	-13.84	-24.41
氨纶	11.03	20.7	7.08	6.89	民爆	21.16	15.34	-13.33	-10.85
化学原料	5.14	6.53	2.16	8.13	纺化品	0.83	-8.05	-32.91	-10.92
纯碱	-2.72	4.67	-7.12	5.34	石油化工	11.53	8.77	6.91	2.3
氯碱	6.24	7.02	4.93	8.6	塑料	7.3	4.75	2.38	-8.52
无机盐	13.86	7.69	6.55	11.71	橡胶	8.57	0.47	-9.08	-4.3
化学制品	12.99	4.83	-9.67	-1.5	轮胎	8.45	0.33	-9.33	-2.9

资料来源：Wind 资讯

1.3.2 涤纶、氯碱、日化品、涂料运营效率突出

从应收账款周转率看，一季度全行业约为 8.1 次，较上年同期下降了 0.13 次；其中，粘胶、氨纶、纺织化学品、农药、轮胎的应收账款周转率较上年同期有变差趋势；新材料应收账款周转率较 2010 年加速提升，但仍低于 2006 年以来的平均水平；涤纶、纯碱、氯碱、无机盐、磷肥、钾肥、日用品、塑料的应收账款周转率继续增长，但增速放缓。

从存货周转率看，化工新材料、涤纶、氯碱、无机盐、磷肥、日用化学品、涂料、炼油、轮胎等板块的存货周转率高于 2006 年以来的历史平均水平，但其中无机盐、磷肥板块的存货周转率较上年同期有所下滑，新材料板块的存货周转率与上年同期相当；此外，粘胶、纯碱、氮肥、钾肥板块的存货周转率也有变差趋势；其余板块存货周转率较上年同期有所提升，但增速均较 2010 年有放缓迹象。

综合以上分析，涤纶、氯碱、日用化学品和涂料油墨等行业在一季度中的营运能力最好。

表 6：上市公司所属化工行业运营效率分析

单位：次

板块 名称	应收账款周转率				存货周转率			
	2009A	2010A	1Q2010	1Q2011	2009A	2010A	1Q2010	1Q2011
化工	37.50	36.92	8.23	8.10	7.52	8.81	2.06	2.30
新材料	8.82	8.99	1.94	2.17	5.13	5.62	1.38	1.38
化纤	26.49	30.00	6.49	6.74	5.24	5.32	1.25	1.23
涤纶	32.89	38.03	7.33	8.81	7.11	7.41	1.48	1.71
维纶	24.00	23.65	5.27	5.26	5.58	5.97	1.48	1.60
粘胶	25.17	27.58	7.31	6.02	3.18	3.27	0.85	0.74
氨纶	16.80	20.70	4.43	3.96	5.03	3.61	1.47	0.59
化学原料	18.17	24.09	4.87	5.96	6.89	8.17	1.93	1.93
纯碱	20.90	26.84	5.01	7.39	8.95	9.65	2.42	2.11
氯碱	21.78	29.44	6.39	6.82	7.55	9.20	2.08	2.22
无机盐	9.81	12.61	2.31	3.13	3.85	4.62	1.10	1.09
化学制品	12.94	13.88	2.91	2.90	4.29	4.23	0.93	0.91
氮肥	36.58	32.26	7.44	6.91	5.01	5.71	1.39	1.37
磷肥	11.01	41.12	3.32	18.90	4.38	6.07	1.16	0.98
钾肥	11.14	11.59	3.09	3.14	1.26	1.40	0.41	0.35
农药	14.47	15.58	3.08	2.74	4.37	3.29	0.70	0.57
日用品	6.32	7.82	1.52	1.90	3.84	4.56	1.05	1.16
涂料等	4.28	4.24	0.84	0.88	4.24	4.89	1.00	1.02
民爆	15.73	15.30	2.75	2.36	8.57	10.10	1.72	2.04
纺化品	6.12	6.28	1.29	1.28	3.93	2.64	0.63	0.56
石油化工	66.97	55.89	12.36	11.61	8.64	10.27	2.37	2.78
塑料	8.07	8.32	1.80	1.84	3.96	4.28	0.95	0.97
橡胶	8.18	9.03	1.98	1.94	4.95	6.32	1.48	1.50
轮胎	8.40	9.30	2.04	2.00	4.92	6.30	1.48	1.51

资料来源：Wind 资讯；注：采用“整体法”计算所有数据

1.3.3 化工新材料、氯碱、磷肥、农药、纺织化学品资产负债率下降明显

从行业上市公司的资产结构看，2011 年一季度的资产负债率约为 54.6%，较上年同期下降了 1.32 个百分点。从子行业看，化工新材料、涤纶、氯碱、磷肥、农药、民爆品、纺织化学品、轮胎板块的资产负债率较上年同期有所下降，且低于 2006 年以来的平均水平；其中，化工新材料、氯碱、磷肥、农药和纺织化学品板块的资产负债率已创出 2006 年以来的新低。

表 7：上市公司所属化工行业资产结构及现金创造能力分析

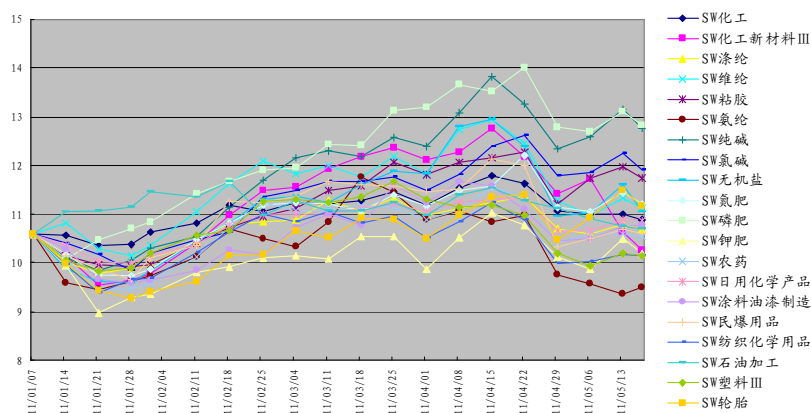
板块 名称	资产负债率 (%)			
	2009	2010	1Q2010	1Q2011
化工	55.47	54.3	55.92	54.6
新材料	59.19	56.67	60.82	56.41
化纤	52.1	55.53	53.73	55.41
涤纶	39.51	40.35	41.01	39.66
维纶	62.08	69.43	64.8	67.14
粘胶	64.25	67.19	65.28	69.66
氨纶	23.58	29.76	27.2	29.23
化学原料	64.39	57.36	62.85	58.57
纯碱	56.78	55.65	56.55	59.43
氯碱	68.33	54.69	65.12	54.81
无机盐	64.04	67.62	65.94	69.06
化学制品	53.82	51	54.03	50.68
氮肥	62.84	63.29	62.31	61.92
磷肥	39.52	34.4	35.13	25.42
钾肥	46.13	46.26	44.64	48
农药	51.67	47.55	55.43	50.96
日用品	38.98	44.65	39.95	44.07
涂料等	37.6	28.22	26.08	27.88
民爆	32.69	28.49	31.82	28.61
纺化品	48.54	37.27	50.84	41.63
石油化工	54.02	53.85	54.63	54.3
塑料	63.61	57.77	63.09	56.7
橡胶	68.81	66.85	69.24	67.84
轮胎	69.85	69.79	71.48	70.74

资料来源：Wind 资讯；注：采用“整体法”计算所有数据

1.4 一季度化工子行业二级市场表现

与行业指数走势相比，磷肥、粘胶、纯碱、氯碱、化工新材料走势明显较强，氨纶、钾肥、农药、纺织化学品和轮胎的走势相对较弱。

图 5: 化工各子行业走势图



资料来源: Wind 资讯

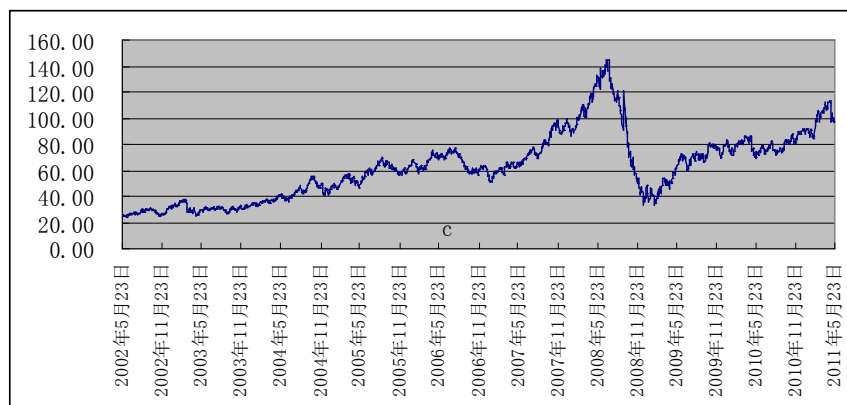
2、下半年化工行业成本压力加大，受政策影响较大

2.1 成本全面上涨

2011 年下半年，预计国际原油价格将维持在 90-120 美元/桶的高位区间内震荡；不排除地缘政治等因素影响导致油价再次冲高。此外，电价上调预期强烈，从而支撑煤炭价格的高位运行，化工行业的原材料和物流成本将继续增加；此外，加大环保投入、加快产业升级带来相应地政策成本提升；人民币升值引发出口成本的增长。总体而言，下半年，化工行业将面临成本的全面上涨，成本压力加剧。

图 6: WTI 国际原油价格走势

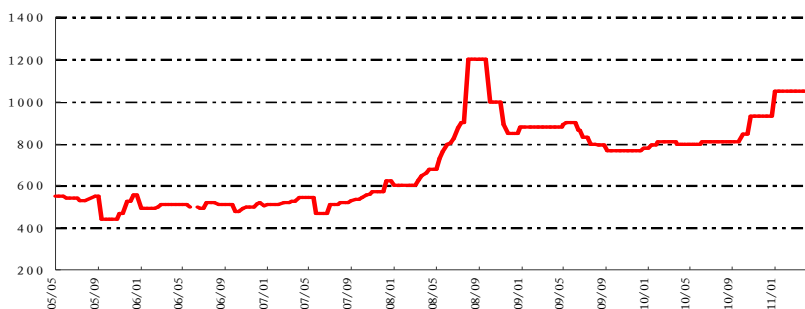
单位: 美元/桶



资料来源: wind

图 7: 阳泉洗中块坑口价 (7000 大卡/不含税)

单位: 元/吨



资料来源: 煤炭商务网

2.2 国内需求稳步增长，但增速呈现放缓迹象

从石化行业消费终端看，与其密切相关的产业包括房地产、汽车、纺织服装、家电、冶金等。

从我国房屋新开工面积看，2010 年以来增长态势良好。2011 年 1-4 月，新开工面积为 5.68 亿平方米，仍较上年同期增长 24%，创 06 年以来的历年同期新高。一般纯碱和氯碱的需求滞后房地产新开工面积 6 个月左右，由此看来，下半年 10 月之前，PVC 和纯碱的需求增长应无问题。

从汽车市场看，2011 年 1-4 月，我国汽车产量为 642 万辆，同比增长 5%；增速较 2010 年回落 28 个百分点，其中 4 月份，我国汽车产量为 153.53 万辆，同比下降 1.8%，环比下降 16%；预计 2011 年汽车产量的增速将在 0-5% 之间。汽车产量增速持续低位将使得相应化工产品的需求增长乏力，与汽车相关的板块如轮胎的行业整体性机会较小。

从家电市场看，2011 年 1-4 月电冰箱产量为 2697 万台，同比增长 13.10%，同比增速较 2010 年有放缓迹象，但环比仍保持了快速增长态势，产量创出历史新高；1-4 月空调产量为 5297.11 万台，同比增长 47.05%，较 2010 年加速增长，但后期存在节能补贴政策退出的风险。

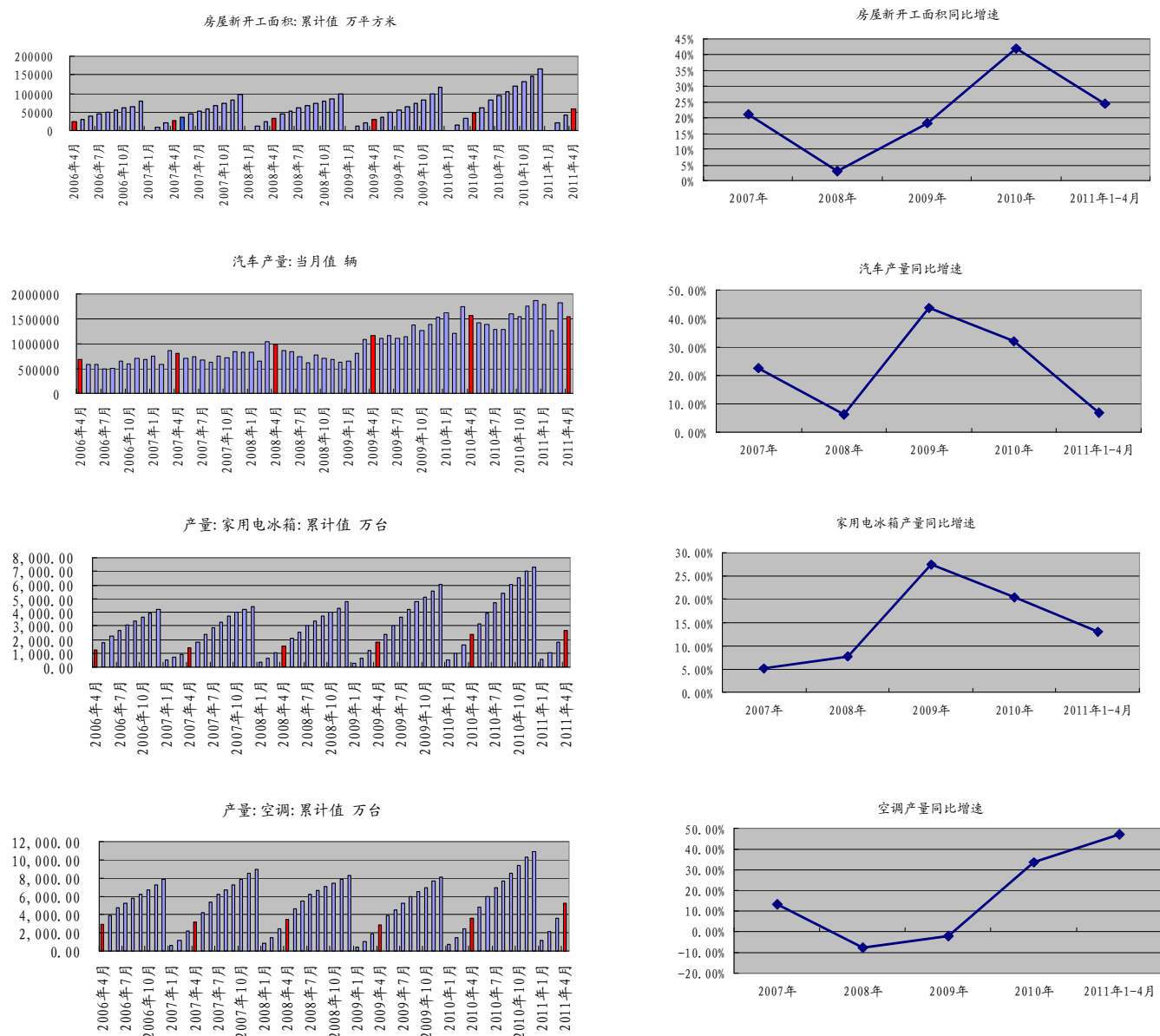
从纺织服装市场看，2011 年 1-4 月份，我国的纱产量为 846.20 万吨，同比增长 6.89%，较 2010 年有放缓迹象，环比增长 37%，增速也有放缓迹象。服装产量 73.65 亿件，同比下降 30%，服装产量的下滑，将抑制后期化纤需求的增长。

从造纸行业看，2011 年 1-4 月份，我国机制纸及纸板产量为 3427.97 万吨，同比增长 9.58%；环比增长 38%。增长态势良好，相应对烧碱的需求

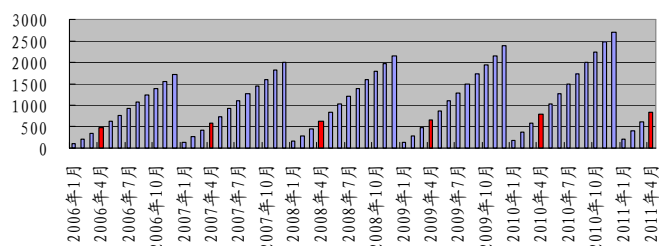
求拉动较为强劲。

值得注意的是，除造纸外，各产业链终端需求均呈现增长放缓或需求下降的现象，这将使得后期化工产品的成本转嫁能力继续减弱，新一轮的“去库存化”周期或将到来，这对未来全行业的盈利增长带来一定的压力。

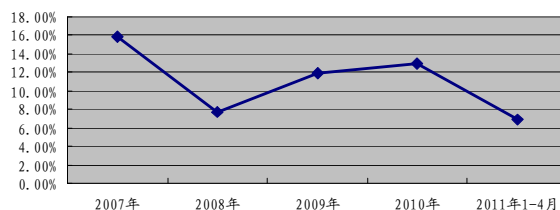
图 8：石化下游消费终端的情况



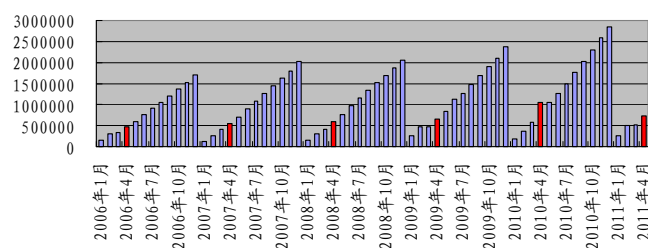
产量: 纱: 累计值 万吨



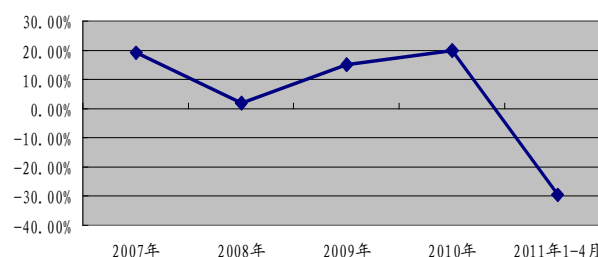
纱产量同比增速



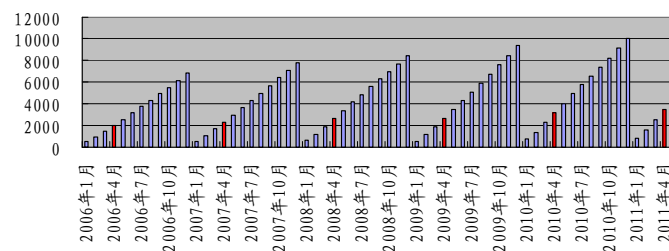
产量: 服装: 累计值 万件



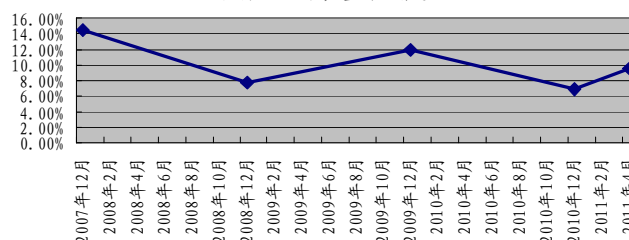
服装产量同比增速



产量: 机制纸及纸板: 累计值 万吨



机制纸及纸板产量同比增速



资料来源: 国家统计局

2.3 出口市场不容乐观

我国大部分化工产品依然存在产能过剩的问题,而出口一直是我国化工企业缓解产能压力的有效手段。从我国化工产品的出口竞争力来看,主要受成本和供需两方面因素影响,其中成本又受到本币升值、国内出口政策、国外贸易壁垒等多方面因素影响。

从本币升值情况看,2011年1-5月,我国人民币升值速度明显加快,截至2011年5月20日,人民币兑美元相对2011年年初升值了1.86%,而2010年全年人民币的升值幅度仅为3%。据预测,今年人民币兑美元的汇率升值速度大概在5%-7%之间,这意味着下半年,人民币升值有加速趋势,不利于我国化工产品的出口。

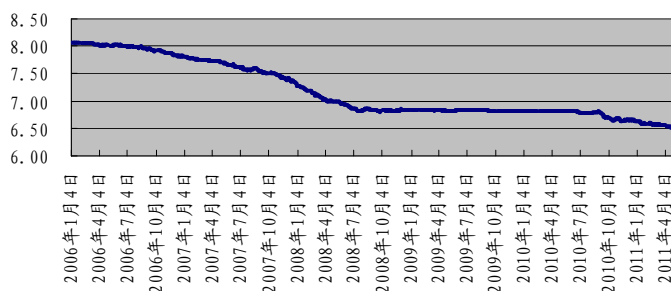
从我国的出口政策看,经济危机爆发后,我国陆续调高了一些产品的

出口退税，如纺织、纯碱、氯碱、甲醇等等，部分产品的出口退税水平已经恢复至 07 年 7 月 1 日之前的水平，这样做的初衷是为了挽救经济危机以来日益变差的出口市场。目前随着经济危机负面影响的褪去，不排除后期国家对一些“两高一资”化工产品出口退税的下调，近期已有传言称，2011 年 6-7 月，纺织品出口退税将从 16% 下调至 11%，这不利于我国纺织产业链整体盈利的提升。

此外，生产成本的上升，也将抑制我国化工产品的出口。以纯碱为例，美国是我国纯碱生产商在东南亚的最大竞争对手，近期随着能源价格的快速上涨，我国的合成法制备纯碱的成本优势不再，平均成本与美国相差 121 美元/吨（折合人民币 786 元/吨），这将制约我国纯碱的出口。预计这种情况在 2011 年仍将延续。考虑到目前我国纯碱的产能扩张过快，出口是平衡其过剩产能的有效途径之一，预计后期国内纯碱的供需形势仍不容乐观，这将抑制纯碱价格的上涨。

综合以上因素分析，加之我国目前面临的国际贸易环境也日益复杂，下半年我国化工产品的出口状况不容乐观。

图 9：人民币兑美元走势图



资料来源：中国人民银行

2.4 下半年化工利润增速或进一步放缓

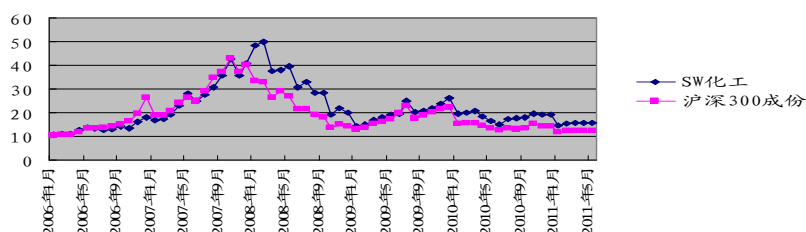
综合以上分析，2011 年下半年，化工行业的成本压力加大，国内需求呈现放缓的态势，出口市场形势不容乐观，导致化工行业利润增速进一步放缓的可能性较大，预计 2011 年全年增速在 25%-30% 之间。

3、下半年投资策略

3.1 预计下半年行业走势“同步大市”

从我国化工板块的估值水平看，2006 年至今化工板块静态 PE 的平均水平为 22.69 倍，高于同期沪深 300 指数 19.94 倍的平均市盈率。以 2011 年利润增速 30%，沪深 300 利润增速 20%计，2011 年 5 月，我国化工指数的 PE 约为 15.75 倍，同期沪深 300PE 为 12.48 倍。相比之下，沪深 300 的估值较历史平均值更低，更有估值优势。但化工行业估值也相对较低，进一步下探的可能性较小。给予行业“同步大市”的投资评级。

图 10：我国化工 PE 历史走势及和沪深 300PE 走势比较 单位：倍



资料来源：Wind

3.2 关注氯碱板块中具备成本优势的个股

下半年，需求稳定增长加之电荒蔓延、油价上涨带来的成本支撑将使得 PVC 价格高位运行，而烧碱下游需求旺盛，供应紧张，价格也将保持高位。可重点关注氯碱行业中垂直整合度高，成本优势明显的上市公司，如英力特（000635）、新疆天业（600075）和中泰化学（002092）。

3.3 关注国际价格传导可能带来盈利提升的磷化工和钾肥板块

首先，关注磷肥淡季出口关税的执行给磷化工行业带来相应的投资机会。随着玉米等国际农产品价格的持续上涨，国际磷肥价格显著高于国内磷肥价格（高 18%-22%），后期随着 6 月 1 日至 9 月 30 日 7%淡季出口关税的执行（如若磷铵出口基准价为不含税价格），我国磷肥价格仍有提升空间，从而带动磷化工产品价格的全面上涨，而限电政策的执行也有望支撑黄磷的价格。建议重点关注磷化工行业的优质上市公司兴发集团（600141）。

钾肥是我国进口依存度较高的化工产品之一。2010 年，我国钾肥的对

外依存度为 58%。目前随着国际农产品价格的快速提升，钾肥的库存也出现了快速的下滑，有资料显示，今年 3 月份，北美地区钾肥库存量已降至 179 万吨，比去年同期下降 7%，比近 5 年的平均库存量下降了 26%。目前国际钾肥现货价均在 510 美元（到岸价）以上，高于中国今年上半年进口合同价 400 美元（到岸价）25% 以上。下半年钾肥谈判也即将展开，进口合同价有望大幅上涨。建议重点关注盐湖股份（000792）。

3.4 关注政策或将惠及的新材料及节能减排板块

下半年，一些“十二五”规划将陆续出台，化工行业对政策的敏感性较高。建议重点关注：密集政策的出台将主要集中于新材料和节能减排板块。

新材料方面，“十二五”草案中提出：到 2015 年，我国化工新材料自给率争取达到 65%。这将为以工程塑料、可降解类产品、有机硅、有机氟、高分子材料和特种碳纤维为代表的新材料行业带来较大的发展机遇。据悉，《新材料产业“十二五”发展规划》将于今年 8 月发布实施。建议重点关注氟化工、碳纤维、芳纶等高性能纤维板块，相关的重点上市公司包括：巨化股份（600160）、金发科技（600143）和烟台氨纶（002254）。

此外，降解塑料相关扶持政策有望于下半年陆续出台，由于降解塑料的生产成本高于传统塑料，其在国内市场一直没有竞争优势，如果得到政策扶持，国内降解塑料市场也很快会打开，可重点关注相关的上市公司金发科技（600143）。

节能减排方面，循环经济“十二五”规划或将于下半年出台，可重点关注具备循环经济概念的个股，如凯美特气（002549），三维工程（002469）、万邦达（300055）等。

此外，“十二五”期间，全国各类新建建筑将开始推行节能 65% 的标准。按照每年新增建筑面积 20 亿平方米和对现有建筑每年 20 亿平方米节能改造计算，每年建筑节能需要聚氨酯硬泡保温材料约 200 万吨。可重点关注其上游原料 MDI 的生产企业烟台万华（600309）。

4. 重点公司限售股解禁情况

表 8: 重点公司股份解禁时间表及解禁比例

单位: 股, %

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
传化股份	2011-7-6	82,380,000	定向增发机构 配售股份	27.42	16.88
	2012-5-4	30,000,000	追加承诺限售 股份	9.98	6.15
回天胶业	2013-1-8	55,952,790	首发原股东限 售股份	112.71	52.99
金发科技	——	——	——	全流通	全流通
英力特	——	——	——	全流通	全流通
盐湖股份	2011-3-28	87,603,406	其他类型	18.31	5.51
	2014-3-17	970,195,201	定向增发机构 配售股份	202.82	61
兴发集团	2013-4-22	5,684,627	定向增发机构 配售股份	1.58	1.56

资料来源: 中原证券

5. 风险因素

- 成本增加、需求快速下滑风险;
- 国际板出台对行业估值的冲击。

6. 重点上市公司分析

传化股份 (002010): 印染助剂龙头, 业绩增长明确

增持 (维持)

市场数据 (2011 年 05 月 23 日)

收盘价 (元)	12.39
一年内最高/最低 (元)	27.22/12.39
沪深300 指数	3022.98
市净率 (倍)	4.50
流通市值 (亿元)	37.23

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	2.75
每股经营现金流 (元)	-0.25
毛利率 (%)	20.85
净资产收益率 (%)	1.79
资产负债率 (%)	27.58
总股本/流通股 (万股)	48798/30045
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素:

纺织助剂龙头企业, 募投项目带来公司业绩提升。

投资要点:

- **国内纺织化学品系统的集成商。** 目前拥有印染助剂、活性染料及皮革化纤油剂三大类产品。其中, 印染助剂产能 15 万吨/年, 是公司的主要利润来源; 皮革化纤油剂 5 万吨/年, 活性染料产能 3.5 万吨/年。染助一体化能够为下游客户提供全面服务, 巩固公司在该领域的龙头地位。
- **募投项目带来公司业绩提升。** 公司在 2010 年募资建设投产的项目中, 年产 5 万吨纺织油剂于 1 季度投产, 年产 3 万吨的有机硅柔软剂预计将于年底或 2012 年年初投产。相关产品具备成本、技术及规模优势。产品产能的提升将带来公司业绩的大幅增长。
- **新业务将为公司拓展盈利空间。** 公司拟利用现有环氧乙烷系列助剂产品, 进军环氧乙烷下游聚羧酸系水泥减水剂领域, 该产品未来有望逐步取代萘系减水剂, 市场空间广阔。据悉, 该产品的毛利率高达 40% 以上。公司将在萧山基地先期建设 5 万吨的项目, 未来将扩展到 20 万吨。
- **估值建议:** 预计公司 11、12 年的每股收益分别为 0.38 元和 0.51 元, 相对公司 5 月 23 日的收盘价 12.39 元, 动态市盈率分别为 31.55 倍和 24.50 倍, 估值水平基本合理, 给予公司“增持”的投资评级。
- **风险因素:** 纺织业景气度快速下滑。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (万元)	185722	228123	273748	330287
增长比率 (%)	-0.70	22.83	20	20.65
净利润 (万元)	14089	14344	19162	24771
增长比率 (%)	88.91	1.81	33.59	29.27
每股收益 (元)	0.58	0.64	0.38	0.51
市盈率 (倍)	21.36	38.72	31.55	24.50

回天胶业（300041）：高速成长的工程胶粘剂龙头

增持（维持）

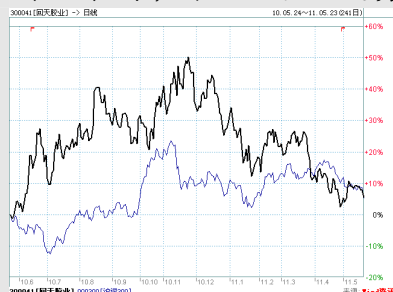
市场数据（2011年05月23日）

收盘价（元）	31.50
一年内最高/最低（元）	64.90/30.82
沪深300指数	3022.98
市净率（倍）	3.84
流通市值（亿元）	15.64

基础数据（2011年03月31日）

每股净资产（元）	8.21
每股经营现金流（元）	-0.16
毛利率（%）	39.03
净资产收益率（%）	2.62
资产负债率（%）	8.71
总股本/流通股（万股）	10560/4964
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

报告关键要素：

工程胶粘剂行业龙头，太阳能背膜上的应用为公司业绩带来提升空间
投资要点：

● **工程胶粘剂行业龙头。**公司产品包括了高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶和聚氨酯胶五个大类，四十多个系列，三百多个品种的工程胶粘剂。下游覆盖了汽车制造维修、风电和太阳能设备制造、高铁建设、机械制造和电子电器等领域，并在多个市场上的占有率居前。

● **公司产品具有技术优势。**工程胶粘剂行业对产品性能具有较高要求，行业技术壁垒高，公司在行业内技术领先，通过各项资质认证，能保持较高的毛利率。

● **公司下游市场发展前景广阔。**高铁、汽车、电子器件等行业均保持稳步增长。太阳能领域的应用发展空间较大，公司在常州建设年产300万平方米的太阳能背膜生产线项目，有望于11年为公司创造5000万收入。

● **估值建议：**预计公司11、12年的每股收益分别为1.20元和1.51元，相对公司5月23日的收盘价31.50元，动态市盈率分别为26.25倍和20.86倍，估值水平基本合理，给予公司“增持”的投资评级。

● **风险因素：**1）技术流失风险（2）原材料价格快速上涨风险。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（万元）	23860	41446	63322	88597
增长比率（%）	8.57	73.70	52.78	39.91
净利润（万元）	5080	8781	12665	15947
增长比率（%）	43.71	72.85	44.23	30.02
每股收益（元）	1.04	1.33	1.20	1.51
市盈率（倍）	30.29	37.89	26.25	20.86

金发科技（600143）：新材料引领公司发展

增持（维持）

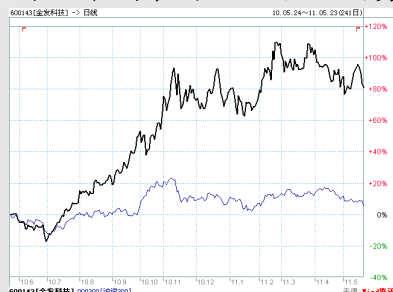
市场数据（2011 年 05 月 23 日）

收盘价（元）	16.28
一年内最高/最低（元）	18.99/14.75
沪深300指数	3022.98
市净率（倍）	6.22
流通市值（亿元）	227.35

基础数据（2011 年 03 月 31 日）

每股净资产（元）	2.62
每股经营现金流（元）	-0.03
毛利率（%）	15.92
净资产收益率（%）	10.44
资产负债率（%）	59.29
总股本/流通股（万股）	139650/139650
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素：

公司在改性塑料领域优势明显，新材料有望成为公司的另一主业，为公司带来业绩提升。

投资要点：

● **公司是我国改性塑料行业龙头企业。**目前产能约为 60 万吨/年，约占国内市场份额的 11%；后期改性塑料的需求将保持稳定增长的态势，预计增长率在 10%以上。公司该业务的增长主要来源于产能的扩张及市场占有率的提升。

● **新材料业务将成为公司未来业绩的爆发点。**生物降解塑料、碳纤维、耐高温尼龙等高附加值的新材料已经开始进入产业化，其中生物可降解塑料将于今年实现 3 万吨的产能，新材料将成为公司未来重要的盈利来源。

● **募投项目解决公司产能瓶颈。**公司拟进行公开增发，募资投向 80 万吨环保高性能汽车塑料、10 万吨新型免喷涂高光 ABS、10 万吨环保高性能聚碳酸酯及合金、8 万吨高强度尼龙生产项目和 15 万吨再生塑料高性能化技术改造项目的建设。募投项目将解决公司的产能瓶颈问题，使得公司业绩大幅增长。

● **估值建议：**预计公司 11、12 年的每股收益分别为 0.69 元和 0.96 元，相对公司 5 月 23 日的收盘价 16.28 元，动态市盈率分别为 23.59 倍和 16.96 倍，估值水平基本合理，给予公司“增持”的投资评级。

● **风险因素：**1）原材料价格大幅上涨带来利润的下滑（2）家电、汽车等下游需求快速下滑。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（万元）	711242	1024233	1356428	1804055
增长比率（%）	-0.78	44.01	32.43	33
净利润（万元）	28614	57829	97662	135836
增长比率（%）	-3.24	102.10	68.88	39.09
每股收益（元）	0.20	0.41	0.69	0.96
市盈率（倍）	81.4	39.71	23.59	16.96

英力特 (000635): 产业链一体化企业, 受益于 PVC 价格上涨

增持 (维持)

市场数据 (2011 年 05 月 23 日)

收盘价 (元)	19.01
一年内最高/最低 (元)	23.02/13.83
沪深300 指数	3022.98
市净率 (倍)	3.44
流通市值 (亿元)	33.66

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	5.53
每股经营现金流 (元)	0.25
毛利率 (%)	20.82
净资产收益率 (%)	4.45
资产负债率 (%)	73.39
总股本/流通股 (万股)	17706/17706
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素:

公司是业内产业一体化企业, 拥有电力和电石资源, 将受益于 PVC 成本的上涨。

投资要点:

● **西部 PVC 龙头, 具备成本优势。**公司拥有 PVC 产能 26 万吨 (本部 11.5 万吨, 西部公司 14.5 万吨), 40 万吨电石生产能力 (完全自给) 烧碱产能 21 万吨, 石灰氮产能 9 万吨, 双氰胺 1.15 万吨, 300MW 热电机组。50MW 机组发电权 (年发电量 28 亿度)。

● **一季度业绩大幅提升。**2011 年一季度, 归属于上市公司股东的净利润 4256.7 万元, 同比增长 180.09%; 每股收益 0.24 元。公司同时发布了 2011 年上半年业绩预告, 预计净利润在 6542.17 万元-7670.13 万元, 同比增长 190%-240%。公司业绩大幅提升的主要原因是 PVC 价格的不断上涨。

● **下游需求稳定增长, 成本支撑 PVC 价格。**下半年氯碱行业需求增速稳定, 电力成本上升, 节能减排政策对高耗能的电石产业的限制、国际油价的不断上涨等因素均将继续推动 PVC 价格和成本的上涨。作为行业内的一体化企业, 电力和电石的自给能力使得公司具有成本上的优势, 将受益于 PVC 价格的上涨。

● **具备资产注入预期。**国电集团和英力特集团在宁夏规划了宁东乙炔工业园 (包括煤炭、热电、醋酸、醋酸乙烯、PVA、BDO 和甲醇等项目), 总投资将达到 600 多亿元, 配套大量煤炭资源, 该资产后期有望注入上市公司。

● **估值建议:** 预计公司 11、12 年的每股收益分别为 1.08 元和 1.28 元, 相对公司 5 月 23 日的收盘价 19.01 元, 动态市盈率分别为 17.60 倍和 14.85 倍, 估值水平基本合理, 给予公司 “增持” 的投资评级。

● **风险因素:** 房地产市场宏观调控超于预期。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (万元)	187337	246763	274856	301792
增长比率 (%)	-7.54	31.72	11.38	9.80
净利润 (万元)	4776	12780	19240	22634
增长比率 (%)	15.90	167.55	50.55	17.64
每股收益 (元)	0.32	0.72	1.08	1.28
市盈率 (倍)	59.41	26.40	17.60	14.85

盐湖股份 (000792): 钾肥回暖, 公司业绩稳步提升

增持 (维持)

市场数据 (2011 年 05 月 23 日)

收盘价 (元)	53.90
一年内最高/最低 (元)	67.70/49.80
沪深300 指数	3022.98
市净率 (倍)	7.16
流通市值 (亿元)	257.83

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	7.53
每股经营现金流 (元)	1.31
毛利率 (%)	66.08
净资产收益率 (%)	6.49
资产负债率 (%)	48.04
总股本/流通股 (万股)	159051/47835
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素:

公司是国内最大的钾肥生产企业, 拥有大量钾肥资源, 下半年将受益于钾肥市场的回暖和价格的上涨。

投资要点:

● **公司是我国最大的钾肥生产企业。**盐湖股份占有我国 96% 钾肥生产量和销售量, 拥有超过 200 万吨的钾肥产能。公司计划的 100 万吨钾肥项目也已开工, 预计将于 2012 年下半年投产, 届时钾肥产能将达到 330-350 万吨。

● **钾肥市场回暖。**国际粮食价格提升, 带动钾肥价格上涨, 目前钾肥市场处于回暖的状态, 公司将从中获益。

● **新建项目提升公司产能。**公司启动了盐湖资源综合利用项目, 一期项目预期今年三季度投产, 该项目对盐湖地区丰富的天然气和各种盐资源进行综合利用。项目建成后, 公司将成为大型钾肥生产基地和大型盐化工基地。

● **估值建议:** 预计公司 11、12 年的每股收益分别为 2.51 元和 3.06 元, 相对公司 5 月 23 日的收盘价 53.90 元, 动态市盈率分别为 21.47 倍和 17.61 倍, 估值水平基本合理, 给予公司 “增持” 的投资评级。

● **风险因素:** 1) 公司新建项目未能产生预期效益 (2) 经济增速继续放缓, 对钾肥的需求降低。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (万元)	456012	495163	853267	1107863
增长比率 (%)	12.07	8.59	72.32	29.83
净利润 (万元)	122975	110793	398745	486725
增长比率 (%)	-9.15	-9.91	259.90	22.06
每股收益 (元)	1.60	1.44	2.51	3.06
市盈率 (倍)	33.69	37.43	21.47	17.61

兴发集团（600141）：磷化工龙头，磷矿资源提升公司价值

增持（维持）

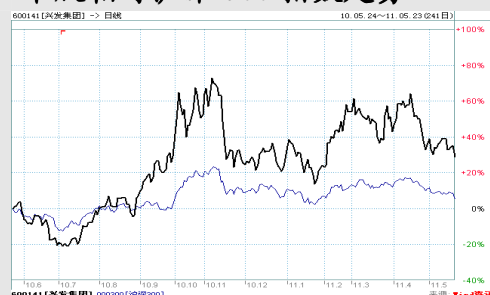
市场数据（2011 年 05 月 23 日）

收盘价（元）	20.25
一年内最高/最低（元）	25.75/17.85
沪深300指数	3022.98
市净率（倍）	4.25
流通市值（亿元）	72.86

基础数据（2011 年 03 月 31 日）

每股净资产（元）	4.77
每股经营现金流（元）	0.36
毛利率（%）	10.78
净资产收益率（%）	2.23
资产负债率（%）	69.94
总股本/流通股（万股）	36548/35980
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素：

公司拥有大量磷矿石资源，将逐步向下游磷精细磷化工领域转型。

投资要点：

● **国内磷化工行业龙头。拥有丰富的磷矿石资源。**公司拥有 1.5 亿吨的磷矿石储量和 240 万吨的产能，在新矿区勘探完成和磷化集团磷矿注入之后，公司的磷矿石储量和产能都将大幅提升。

● **未来将向磷精细化工业务转型。**公司年产 1 万吨的电子级磷酸项目已经投产，6 万吨有机硅项目也将在今年贡献业绩；同时，公司拟与瑞士 Dequest 公司合资，成立湖北富兴化工公司，从事高附加值磷精细化学品磷酸盐的生产，这使得公司的磷精细化工业务覆盖面又更加拓宽。

● **估值建议：**预计公司 11、12 年的每股收益分别为 0.70 元和 0.92 元，相对公司 5 月 23 日的收盘价 20.25 元，动态市盈率分别为 28.93 倍和 22.01 倍，估值水平基本合理，给予公司“增持”的投资评级。

● **风险因素：**1) 公司新矿区的矿产资源未达到预期水平；2) 长江中部地区干旱对公司水力发电能力造成影响。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(万元)	312251	467804	562365	663624
增长比率(%)	14.12	49.82	20.21	18.01
净利润(万元)	144224	18329	25306	33181
增长比率(%)	-51.42	27.08	38.07	31.12
每股收益(元)	0.41	0.51	0.70	0.92
市盈率(倍)	49.39	39.71	28.93	22.01

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。