



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011年6月14日

化工

研究部

高峰¹

关滨

分析员, SAC 执业证书编号: 分析员, SAC 执业证书编号:

S0080210070001

S0080210030004

gaozheng@cicc.com.cn

guanbin@cicc.com.cn

中金化工 2011 年下半年策略

化工板块攻防兼备

1 季度的化工行业在原油价格上涨的带动下,无论是产品价格还是上市公司毛利率水平均出现一波趋势性上涨。进入 2 季度以来,化工子行业分化明显,在宏观经济的担忧、流动性不断收紧以及高企的库存压力下,化工品价格经历了前一波趋势性走高后已经有所回调,但是仍然处于相对高位。同时我们注意到,目前化工行业整体开工率依然较低,但是相对高企的化工品价格或将继续吸引相当一部分限制产能的进入,使得化工品价格面临继续回调的风险。目前从全行业来看,库存水平已经出现回落。在短期供给制约因素化解后,预计本轮去库存将很快在 3 季度中期完成。在当前短周期去库存的条件下,化工股并不会出现盈利的大幅下滑。相反,我们注意到一些化工子行业的盈利出现了趋势性上升。

我们看好供需转好、景气上行趋势确立条件下的化工子行业,首推化肥行业(钾肥好于氮肥好于磷肥)、玻纤行业、氟化工行业。2-3 季度将迎来钾肥的生产和销售旺季,基本面确定性强。随着印度和中国钾肥谈判的推进,钾肥价格仍将上扬,我们认为配置钾肥股的时机已经到来。在国际需求拉动下,国际氮磷钾肥价格不断创出新高,而国内需求相对平稳价格高位,预计未来景气度有望延续。玻纤方面,下游需求旺盛,玻纤产品价格上涨,行业景气度持续上行。氟化工的供给瓶颈问题依然无法缓解,如若下游空调增速保持 15%以上则其景气度将得以持续。我们重点推荐中国玻纤、盐湖股份、冠农股份、巨化股份和三爱富。

自下而上看,我们首推天晟新材,公司强大的技术实力以及市场的快速拓展能力是公司持续发展的重要保障,是我们重点推荐的化工新材料标的。我们继续推荐烟台万华和华鲁恒升两大白马股,我们认为公司业绩相对确定,目前股价已经进入了左侧区间。

图表 1: 化工行业重点推荐公司指标

代码	公司	股价 2011-6-13	市值(百万元)	EPS (元)			净利润(百万元)			市盈率		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600251	冠农股份	29.52	10,689	0.02	1.09	1.31	6	394	474	1,802.7	27.1	22.6
000792	盐湖股份	55.68	88,560	1.44	2.47	3.16	1,108	3,931	5,025	38.6	22.5	17.6
600176	中国玻纤	27.70	11,839	0.48	1.70	2.30	206	989	1,336	57.5	16.3	12.1
600426	华鲁恒升	15.79	10,038	0.51	0.80	1.33	254	509	843	30.8	19.7	11.9
600160	巨化股份	29.69	23,640	0.96	1.85	2.40	586	1,473	1,908	31.0	16.1	12.4
600636	三爱富	37.78	13,118	0.13	1.90	2.40	46	660	832	285.2	19.9	15.8
600309	烟台万华	16.62	35,938	0.92	1.01	1.30	1,530	2,193	2,817	18.1	16.4	12.8
300169	天晟新材	29.09	4,080	0.70	0.74	1.05	49	104	147	41.8	39.1	27.7

资料来源: WIND、中金公司研究部

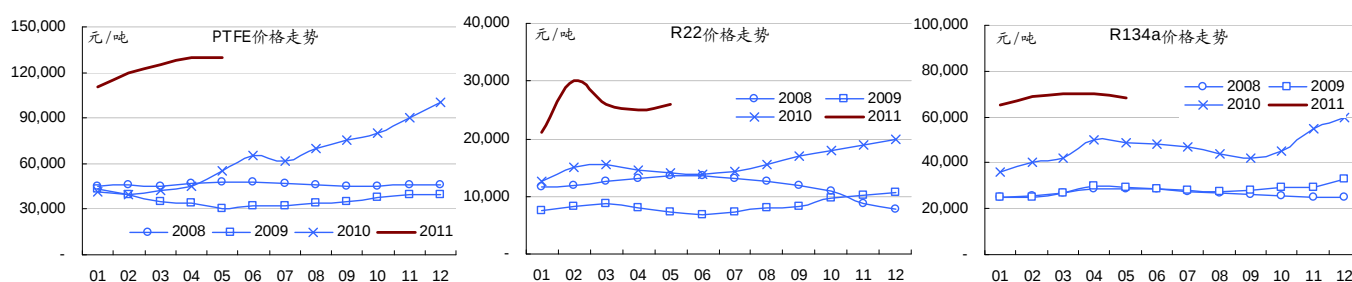
¹报告贡献人: 高兵、王子欣

氟化工简述

目前氟化工上市公司的盈利主要由氟制冷剂 R22 等和氟聚合物 PTFE 等组成。2011 年以来，伴随着空调需求的超预期增长，R22（家用空调制冷剂）和 R134a（汽车用空调制冷剂）价格也创出了新高；同时，氟聚合物 PTFE 的供需偏紧也超出了市场预期，为氟化工板块带来新的亮点。

我们认为 R22 及 R134a 价格年内将继续保持高位，同时氟聚合物 PTFE 供给表面过剩实则紧缺，景气有望维持 1-2 年，因此氟化工行业公司业绩将再超预期。随着 R22 价格上涨，相关公司业绩弹性大，依次排序为东岳集团、巨化股份、三爱富。全面推荐氟化工板块。除此以外，R22 行业准入标准将于 2011 年出台，这一政策将成为股价重要催化剂。

图表 2：氟化工产品价格走势



资料来源：产业在线、百川资讯、中金公司研究部

R22 供应缺口不断扩大

蒙特利尔公约要求发达国家 R22 产能从 2010 年开始关停，至 2015 年必须淘汰 90% 以上；要求发展中国家 R22 产能从 2013 年开始冻结，至 2015 年必须淘汰 10%。2009 年末海外 R22 产能约 30 万吨，2010 年开始快速关停，这将导致全球产能缺失 30%。目前中国已不再新批 R22 产能，2011 年后国内将再无新增产能。虽然作为第二代制冷剂，R22 破坏臭氧层，将会逐渐被第三代制冷剂 R410 替代，但目前 R410 主要以 R22 为原料生产（1 吨 R22 生产 1.2 吨 R410），所以 R410 的更新换代并不会减少对 R22 的需求。我们估计 2011 年 R22 将存在 4 万吨的供应缺口，并且缺口将逐年成倍扩大（见图表 X）。

图表 3：2010-2013 年 R22 供给和需求预测

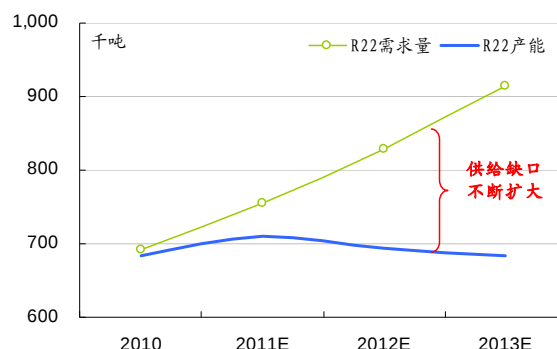
	2010	2011E	2012E	2013E	备注
全球空调产量（百万台）	150.0	172.5	198.4	228.1	
使用 R410 的空调占比	20%	30%	40%	50%	
使用 R22 的空调占比	80%	70%	60%	50%	
需求（千吨）					
R410 直接空调用量	45	78	119	171	
R22 制备 R410 用量*	26	45	69	100	a
R22 直接空调用量	180	181	179	171	b
TFE 用 R22 需求量（剔除 a）	450	504	564	632	c
发泡剂用 R22 需求量	35	25	17	12	d
R22 总用量	691	755	829	915	e=a+b+c+d
产能（千吨）					
R22 中国	608	658	658	658	f
R22 海外	75	53	37	26	g
R22 总产能	683	711	695	684	h=f+g
供给缺口	8	44	135	231	i=e-h

*保守假设 R410 产能中，30% 使用 PCE 法，70% 使用 TFE 法

注 1：假设每台空调使用 1.5kg 制冷剂，每吨 TFE 使用 1.98 吨 R22

注 2：TFE 年均需求增速 12%；空调年均需求增速 15%。

资料来源：产业在线、中金公司研究部



氟化工简述（续）

R134a 价格保持高位运行

近来海外部分产能转产和搬迁，导致全球产能在2011年显著下降10%。R134a技术难度较高，国内装置开车不稳，扩产不易。2011年全球将存在1.3万吨供应缺口。2012年初巨化股份3万吨产能投放市场，市场将恢复紧平衡状态。国外氟化工领军企业已开始研发第四代汽车用制冷剂1234yf，但目前依然存在可燃风险，推广不易，预计未来2-3年全球汽车用制冷剂市场还将以R134a为主导。

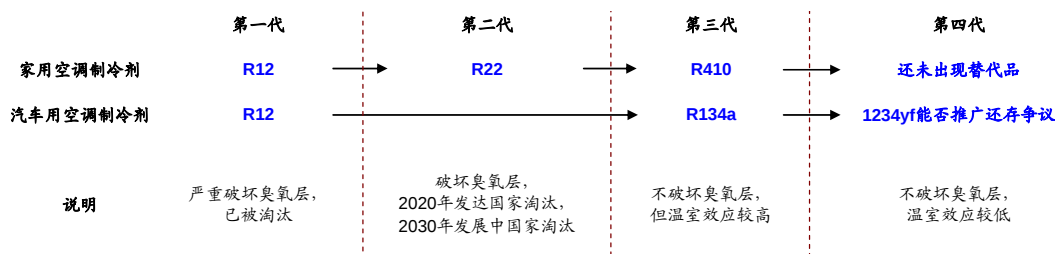
图表4: R134a 产能和需求预测

产能统计	2010产能 (千吨)	2011产能 (千吨)	2012产能 (千吨)
浙江衢化氟化学有限公司	28	28	58*
江苏康泰氟化工有限公司	20	30*	30
中化太仓化工产业园	20	30*	30
山东东岳化工有限公司	15	15	15
浙江百炼集团有限公司	8	8	8
淄博华安化工有限公司	5	5	5
国内合计	96	116	146
英国INEOS Fluor (英力士)	50	40*	50*
美国霍尼韦尔	30	-*	-*
美国杜邦公司	20	20	20
法国Arkema (阿科玛)	5	5	5
国外合计	105	65	75
全球R134a产能汇总	201	181	221
需求预测	2010需求 (千吨)	2011需求 (千吨)	2012需求 (千吨)
国内新车需求	15	18	20
国内维修市场需求*	3	3	4
国外新车需求	34	35	36
国外维修市场需求	93	99	106
推进剂&发泡剂需求	36	39	41
全球R134a需求汇总	181	194	207
全球R134a供给缺口预测	-20	13	-14

注:2011年因海外产能转产搬迁，产能下降10%，需求年增速约为7%，导致全年R134a严重供不应求。

资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表5: 历代制冷剂演化图



资料来源：中金公司研究部

氟化工简述（续）

2011 年国家有望推出 R22 行业准入标准，成为另一股价催化剂。

2010 年中国已对萤石和氢氟酸行业设立了开采和生产的准入标准。今年 1 月初，工信部在北京召开 2011 年全国工业和信息化工作会议上表示，2011 年，工信部原材料司的工作重点之一是制定发布原材料工业重要政策法规，其中包括制订《氟化工产业政策》，制订并出台含氢氟氟烃（R22）等行业准入条件，制订下达稀有金属、萤石、耐火粘土生产指令性计划。这一政策出台将成为另一重要股价催化剂。

氟聚合物 PTFE 表面过剩实则紧缺，景气有望维持 1-2 年。

2010 年全球 PTFE 产能约 15 万吨，需求量约 10 万吨，表面看来产能已严重过剩，但值得关注的是 2010 年全球产量仅 9 万吨，行业开工率仅 60%。

PTFE 行业开工率如此之低主要是由于：

(a) R125 需求旺盛分流了部分 TFE 原料，导致部分 PTFE 产能无法开工；

第二代制冷剂 R22 破坏臭氧层，将会逐渐被第三代制冷剂 R410 替代，而 R410 是由 R32 和 R125 按照比例 1:1 混配而成。发达国家从 2010 年开始禁止在新空调上使用 R22，所以从 2010 年开始 R125 需求陡增，进而分流了大量的 TFE 产能，导致部分 PTFE 产能无法开工。

(b) 日本地震导致全球有效产能削减 1.5-2.5 万吨，预计海外这部分产能 1-2 年内无法扩产。

图表 6：日本地震可能导致全球 1.5-2.5 万吨 PTFE 产能无法生产

公司	产能（千吨）	备注
东岳集团	30.0	
巨化股份	10.0	
三爱富	10.0	
四川晨光	12.0	
国内其它	12.0	
旭硝子	7.0	位于千叶，受日本地震影响停止生产
日本大金	8.0	位于鹿岛，受日本地震影响停止生产
常熟大金	10.0	因从日本进口原料进口可能受到影响
海外杜邦	15.0	
常熟杜邦	3.0	
苏威	5.0	
3M	5.0	
海外其它	15.0	
合计	142.0	

资料来源：中金公司研究部

(c) R22 无法扩产导致无新增原料 TFE 供应，故 PTFE 扩产不易。

蒙特利尔公约要求发达国家 R22 产能从 2010 年开始关停，至 2015 年必须淘汰 90%以上；要求发展中国家 R22 产能从 2013 年开始冻结，至 2015 年必须淘汰 10%。R22 无法扩产将导致无新增原料 TFE 供应，进而导致 PTFE 扩产不易。

钾肥行业近况

今年以来，在需求拉动下国际国内钾肥价格不断攀升。盐湖股份的国内氯化钾送到价已达 3100 元/吨，而国际价格也突破 CFR 510 美元/吨，创出年内新高。我们预计 2011 年下半年钾肥价格将继续保持升势。

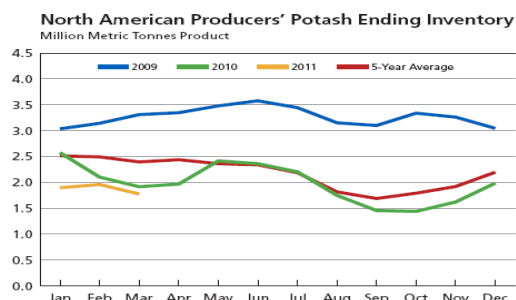
钾肥市场利好因素：

- 1、目前各国钾肥库存处于低位。2011 年 1-4 月份整个北美钾肥的库存都不到 200 万吨，低于过去几年平均水平 20% 以上。目前中国的钾肥库存也处于近几年低位。
- 2、国际农产品价格持续上涨。从 2010 年 10 月至今，CBOT 玉米、大豆、小麦价格已分别上涨近 40%、20%、和 10%。国际农产品种植回报率创历史新高。
- 3、下半年中国钾肥进口合同价可能大幅上涨。目前国际钾肥现货价均在 CFR 510 美元以上，高于中国今年上半年进口合同价 CFR 400 美元 25% 以上。

钾肥市场利空因素：

- 1、原油价格如果快速下降将抑制钾肥需求。由于美洲的生物作物同原油价格十分相关，如果原油价格快速下降，大宗货物价格随之下降，也会影响钾肥需求并导致价格的下跌。
- 2、货币政策持续收紧。央行近期已多次上调存款准备金率，货币政策持续收紧，下游经销商对钾肥采购将更加谨慎，价格的波动可能趋向更加理性。
- 3、高价位钾肥可能抑制终端需求。钾肥价格过高可能会影响复合肥厂家在生产复合肥时的钾肥用量，继而影响复合肥厂家的钾肥采购。

图表 7：北美钾肥库存处于低位（左图）；中国钾肥实际消费量与库存量（氯化钾实物量）粗估（右图）



中国钾肥库存粗估

百万吨	2007	2008	2009	2010	2011E
年初库存	3.40	5.50	6.00	4.50	4.00
实际消费量	9.50	7.30	7.00	8.50	8.50
产量	2.40	3.50	3.20	4.00	4.30
净进口量	9.20	4.30	2.30	4.00	3.50
年末库存	5.50	6.00	4.50	4.00	3.30
平均库存	4.45	5.75	5.25	4.25	3.65
表观消费量	11.60	7.80	5.50	8.00	7.80

资料来源：Potash Corp、中金公司研究部

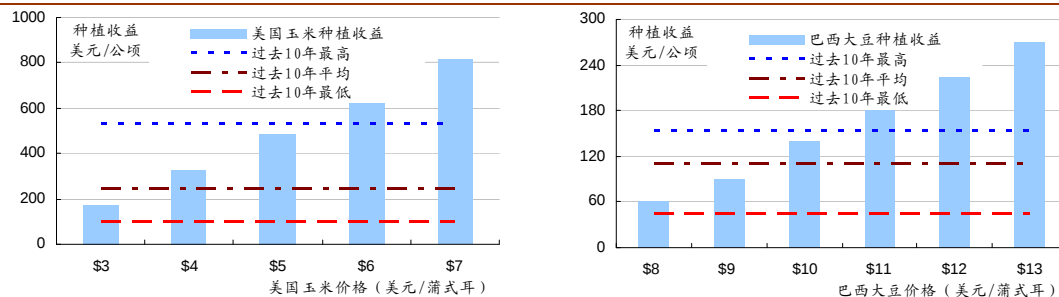
图表 8：农产品现货期货价格走势对比



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

钾肥行业近况（续）

图表9：2011年美国玉米种植收益有望超过过去10年最高值（左图，目前玉米价格已达7美元/蒲式耳）；2011年巴西大豆种植收益有望超过过去10年最高值（右图，目前大豆价格已达13.75美元/蒲式耳）

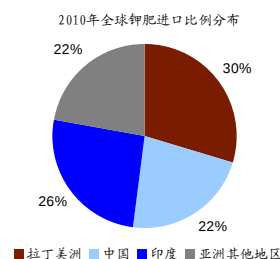


资料来源：Potash Corp、中金公司研究部

图表10：中、印历年钾肥合同谈判（左图）；全球钾肥进口分布（右图）

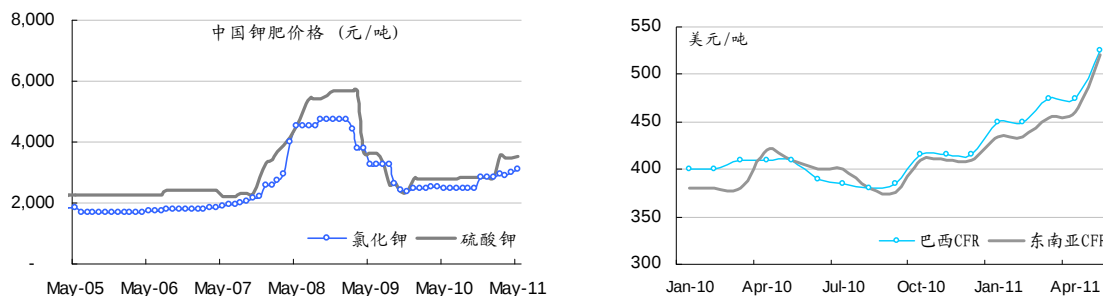
中国日期	合同价格	合同数量	备注	卖方
2008年	580美元/吨	1000千吨	FOB价格	BPC
2009-12-22	350美元/吨	1000千吨±20%	CFR价格	BPC
2011-1-12	400美元/吨（上半年）	1000千吨（全年）	CFR价格	BPC

印度日期	合同价格	合同数量	备注	卖方
2008-3-27	625美元/吨	750千吨	CFR价格	BPC
2009-7-24	460美元/吨	675千吨	CFR价格	BPC
2010-3-12	370美元/吨	900千吨	CFR价格	BPC



资料来源：中国资讯网，Potash Corp，中金公司研究部

图表11：国内钾肥价格走势（左图）；巴西、东南亚钾肥进口价不断攀升（右图）

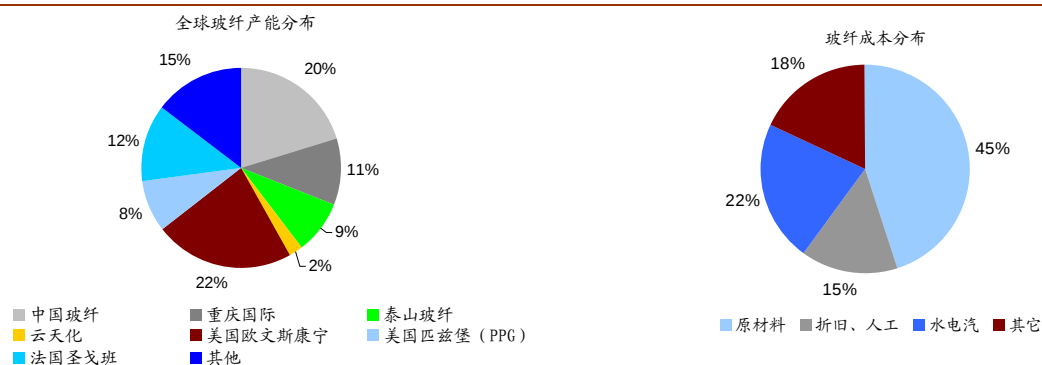


资料来源：中国资讯网、Potash Corp，中金公司研究部

玻纤行业近况

玻纤是一种性能优异的无机非金属材料，具有绝缘性好、耐热性强、抗腐蚀性好，机械强度高特点。玻璃纤维按组成、性质和用途，分为 E 级玻纤、C 级玻纤、高强玻纤、E-CR 玻纤等。玻纤行业具有技术密集、资金密集以及人力密集的特点，国家于 07 年出台了《玻璃纤维行业准入条件》，分别从工艺与装备、能源消耗、环境保护等方面进行了严格的量化规定，有效控制了我国玻璃纤维产能的盲目扩张，避免产能过剩带来的价格竞争，以及低价倾销带来的国际贸易摩擦，对目前行业内的大型龙头企业的发展十分有利。从全球来看，玻纤行业集中度较高，目前全球主要的玻纤生产企业有六家，中国玻纤、欧文斯康宁、美国匹兹堡 (PPG)、JohnsManivel、重庆国际复合材料有限公司和泰山玻纤，六大企业集中全球玻纤产能的约 80%。

图表 12：全球玻纤产能分布（左图）；玻纤成本拆分（右图）



资料来源：化学纤维工业协会、中金公司研究部

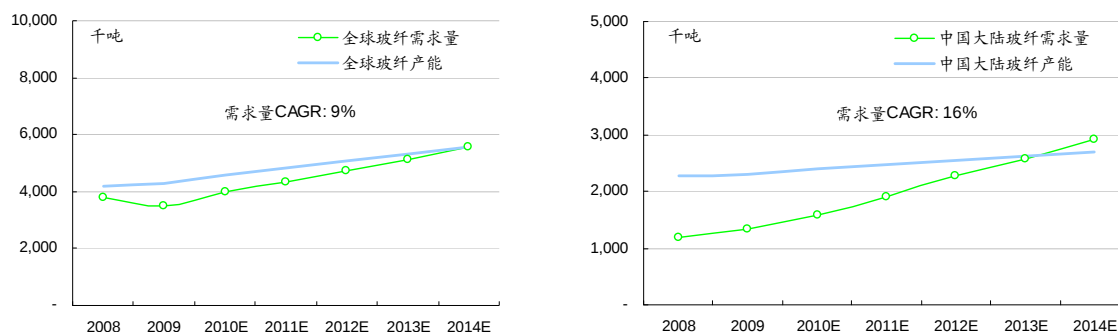
中国是全球最大的玻纤生产国以及出口国，目前出口比例在 50% 以上，预计 2010 年中国的玻璃纤维出口量在 120 万吨以上。中国的玻纤产品具有巨大的竞争优势，一方面表现在我国玻纤企业凭借劳动力成本优势，使得综合毛利率在 25~30% 之间，对于价格掌控力更强；另一方面我国已经掌握玻纤的先进生产技术，并自主研发浸润剂，产品具有国际竞争力。以中国玻纤为例，未来公司全部产能都用全氧燃烧，天然气耗用量可以降一半，这意味着随着技术的进步，玻纤成本可能会继续下降。

随着全球宏观经济企稳回升，下游对于玻纤的需求增长强劲，但全球玻纤企业的产能扩张放缓。国际玻纤企业 09 年由于受到金融危机影响，扩产缓慢；另一方面各企业受到具有巨大成本优势的中国产品冲击严重，我们测算未来 3 年内全球玻纤产能复合增速在 5%。国内玻纤企业在 09 年同样受金融危机影响，全行业呈现亏损，在扩产计划上相对谨慎，产能增长缓慢。考虑到玻纤企业建设周期在 1 年半左右，以及各企业的投产计划，我们测算未来 3 年内中国玻纤产能复合增速为 3%。

与全球玻纤企业的产能扩张放缓相比，随着全球宏观经济企稳回升，下游对于玻纤的需求增长强劲。全球主要玻纤企业处于去库存阶段。我们预计未来 3 年全球玻纤需求年复合增长率在 9%，相当于 1.8x 的全球 GDP 增速；中国玻纤需求年复合增长率在 16%，相当于 1.8x 的 GDP 增速水平，玻纤或进入新一轮景气周期。

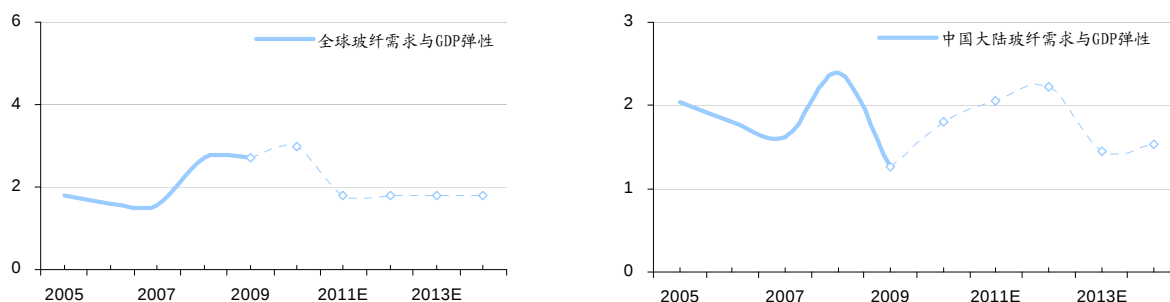
玻纤行业近况（续）

图表 13：全球玻纤将逐步供不应求（左图）；中国玻纤需求增长强劲（右图）



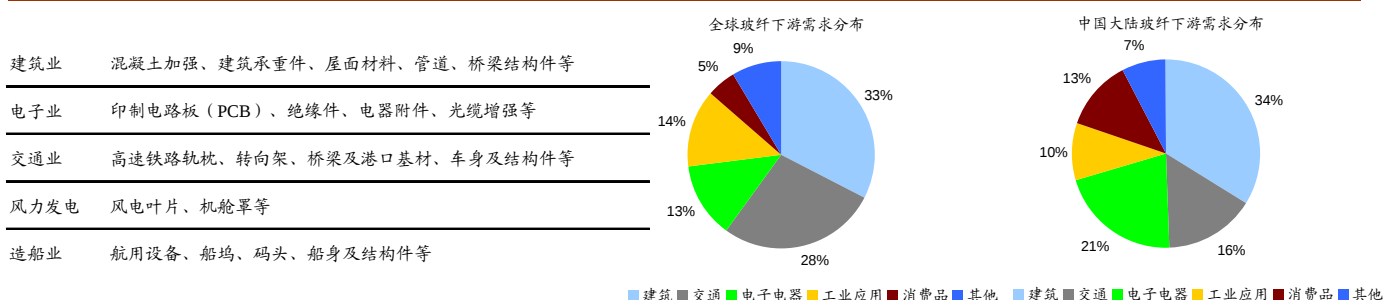
资料来源：中国玻纤网、中金公司研究部

图表 14：全球玻纤需求与 GDP 弹性（左图）；中国玻纤需求与 GDP 弹性（右图）



资料来源：中国玻纤网，Wind，中金公司研究部

图表 15：玻纤各应用领域及用途（左图）；玻纤下游需求分布（中图、右图）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

巨化股份 (600160.CH)：维持“推荐”

巨化股份主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	5,329	3,700	5,486	7,759	10,464
(+/-)	2%	-31%	48%	41%	35%
主营业务利润	628	493	1,505	2,494	3,222
(+/-)	-1%	-21%	205%	66%	29%
净利润	87	93	586	1,473	1,908
每股盈利 (元)	0.16	0.17	0.96	1.85	2.40
(+/-)	-58%	6%	476%	93%	30%
市盈率	189.0	178.6	31.0	16.1	12.4
市净率	8.48	8.32	7.42	6.68	4.78
EV/EBITDA	124.01	38.42	16.50	11.08	8.33
净资产收益率	4.5%	4.7%	23.9%	41.6%	38.6%
ROCE	3.3%	3.5%	19.8%	38.2%	35.2%
现金分红收益率	0.2%	0.3%	2.4%	1.6%	2.1%
每股经营现金流(元)	1.1	0.6	2.1	2.3	2.8
股价/经营现金	26.0	46.5	14.0	13.0	10.5

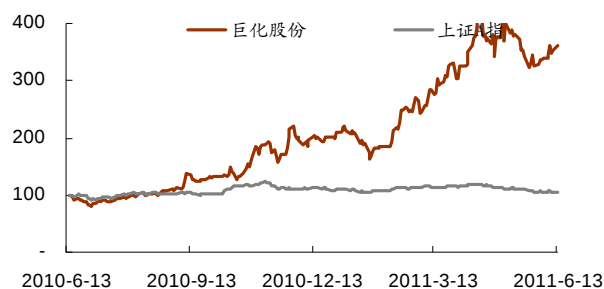
资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

巨化股份股票信息

	A股
当前股价	人民币29.69
股票代码	600160.CH
日成交量 (百万股)	13.1
52周最高价/最低价	人民币35.26/6.69
发行股数 (百万股)	796
其中：流通股 (百万股)	796
主要股东 (持股比例)	巨化集团公司 (56.48%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

巨化股份最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：供需缺口凸显，业绩可期

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面：

- 2010 年国外 R22 产能开始逐渐关闭。受到下游空调需求旺盛带动，供需缺口凸显。2011 年国外 R22 产能持续关闭，国内限制扩产，作为新型制冷剂 R410 原料的 R22，供应缺口将持续存在。
- 海外部分 R134a 产能转产，供应偏紧。未来国内 R134a 扩产将逐步弥补海外 R134a 产能。未来 1-2 年 R134a 供需将保持紧平衡状态。

短期 (3~6 个月) 催化剂

- 国内空调需求超预期
- R22 供应紧张，价格持续上涨
- PTFE 供不应求，价格持续上涨

股价敏感因素：

- R22、R134a、PTFE 价格
- R22 行业准入标准出台
- 财务、经营数据

估值：

我们维持 2011-2012 年 EPS 预测 1.85 和 2.4 元不变，目前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 16x 和 12x，维持“推荐”评级。

风险：

- 汽车用制冷剂 R134a 扩产过快致价格大幅回落的风险；
- 家用空调需求大幅回落的风险
- 市场估值中枢下行带来的系统性风险

图表 16: 历史及未来财务数据, 公司盈利构成

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	5,329	3,700	5,486	7,759	10,464
主营业务利润	628	493	1,505	2,494	3,222
营业费用	-71	-64	-83	-116	-157
管理费用	-301	-276	-512	-504	-628
财务费用	-131	-91	-104	-118	-148
营业利润	66	51	650	1,756	2,289
所得税	-35	53	-59	-242	-322
净利润	87	93	586	1,473	1,908
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	636	356	1,295	1,822	2,246
投资活动现金流净额	-463	19	-459	-301	-301
融资活动现金流净额	-186	-164	-747	-182	-199
货币资金增加额	-7	211	86	1,339	1,746
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,195	1,140	1,549	3,313	5,609
长期投资	191	165	203	191	191
固定资产	2,669	2,620	2,765	2,786	2,852
流动负债	1,680	1,328	1,579	1,933	2,519
长期负债	527	713	562	809	1,080
股东权益	1,950	1,988	2,450	3,539	4,949
总资产	4,251	4,099	4,736	6,476	8,813
财务指标					
主营业务利润率	11.8%	13.3%	27.4%	32.1%	30.8%
息税前利润率	4.8%	4.2%	16.6%	24.1%	23.3%
净利率	1.6%	2.5%	10.7%	19.0%	18.2%
净资产收益率	4.5%	4.7%	23.9%	41.6%	38.6%
总资产收益率	2.1%	2.2%	13.3%	26.3%	25.0%
总资产负债率	51.9%	49.8%	45.2%	42.3%	40.8%
净资产负债率	82.2%	69.5%	36.2%	-3.9%	-29.1%
流动比率	1	0.86	0.98	1.71	2.23
速动比率	1	0.74	0.73	1.44	1.94
应收帐款周转期	41	43	39	39	39
存货周转期	19	18	37	37	37
分红比例	34.0%	48.1%	26.1%	26.1%	26.1%

巨化股份盈利构成

R22	2011E	2012E
销量 (吨)	95,000	100,000
销售单价 (含税)	23,000	25,000
毛利率	30%	35%
EPS	0.30	0.44

PTFE

销量 (吨)	10,000	25,000
销售单价 (含税)	120,000	120,000
毛利率	40%	40%
EPS	0.37	0.93

R125

销量 (吨)	10,000	10,000
销售单价 (含税)	120,000	100,000
毛利率	40%	35%
EPS	0.37	0.27

R32

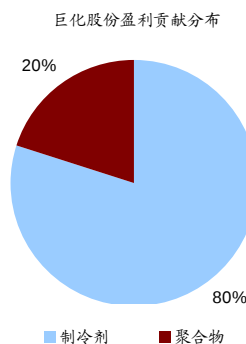
销量 (吨)	5,000	5,000
销售单价 (含税)	30,000	25,000
毛利率	25%	20%
EPS	0.03	0.02

R134a

销量 (吨)	25,000	50,000
销售单价 (含税)	60,000	50,000
毛利率	65%	40%
EPS	0.63	0.54

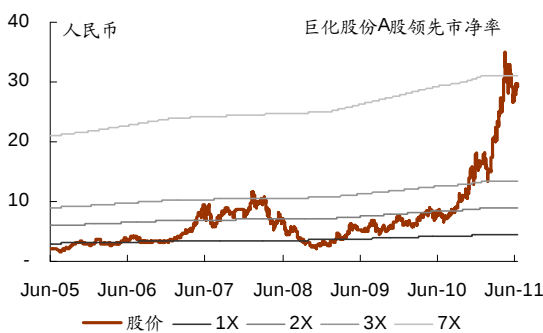
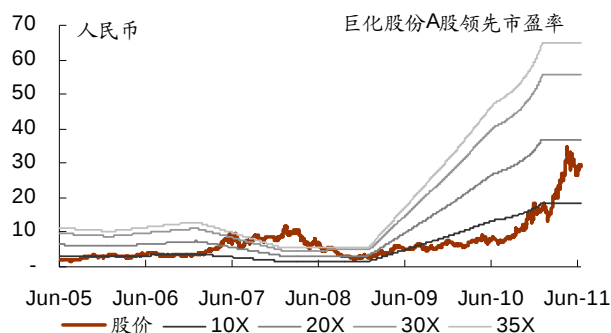
其它业务

EPS	0.15	0.19
合计EPS	1.85	2.40



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 17: 巨化股份 PE、PB Band 走势



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 中金公司研究部

三爱富 (600636.CH): 维持“推荐”

三爱富主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	2,680	2,102	3,096	4,196	5,374
(+/-)	9%	-22%	47%	36%	28%
主营业务利润	274	356	554	1,402	1,833
(+/-)	-20%	30%	56%	153%	31%
净利润	-70	6	46	660	832
每股盈利 (元)	(0.20)	0.02	0.13	1.90	2.40
(+/-)	-183%	-108%	689%	1335%	26%
市盈率	n.m.	2251.5	285.2	19.9	15.8
市净率	18.2	17.7	16.7	9.1	5.8
EV/EBITDA	104.6	53.0	27.3	10.6	7.8
净资产收益率	-9.2%	0.8%	6.0%	59.1%	44.7%
ROCE	-6.9%	0.6%	4.5%	44.5%	34.0%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.8	0.6	1.1	3.5	3.9
股价/经营现金	45.4	60.0	33.6	10.8	9.8

资料来源: 公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

三爱富股票信息

	A股
股票代码	600636 CH
当前股价	人民币37.78
目标价格	-
日成交量 (百万股)	30.05
52周最高价/最低价	人民币40.5/6.26
发行股数 (百万股)	347.23
总市值 (百万元)	13118.27
流通股 (百万股)	347.23
主要股东 (持股比例)	上海华谊(集团)公司(31.53%)

资料来源: 公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

三爱富最近估值走势



资料来源: 公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议: 氟制冷剂、氟聚合物景气度明显提升, 业绩大幅提高

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面:

- 氟制冷剂景气度明显提升, R22, R32, R125 价格在 1 季度都创出新高。
- 氟聚合物景气度也显著提升, PTFE, PVDF 等价格持续上扬, 尤其在日本地震后, 全球主要的 PTFE 和 PVDF 装置都受到了影响, 致使产品价格出现跳跃式上涨。

负面:

- R22 等原材料价格上涨, 对毛利率产生负面影响。

短期 (3~6 个月) 催化剂

- 国内空调需求超预期
- PTFE 供不应求, 价格持续上涨

股价敏感因素:

- R22、R134a、PTFE 价格
- R22 行业准入标准出台
- 财务、经营数据

估值:

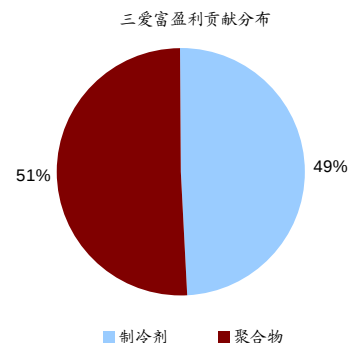
我们维持 2011-2012 年 EPS 预测 1.90 和 2.40, 股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 20x 和 16x, 维持“推荐”。

风险:

- PTFE 需求大幅回落的风险;
- 外购 R22 价格涨幅过大致成本过高的风险
- 市场估值中枢下行带来的系统性风险

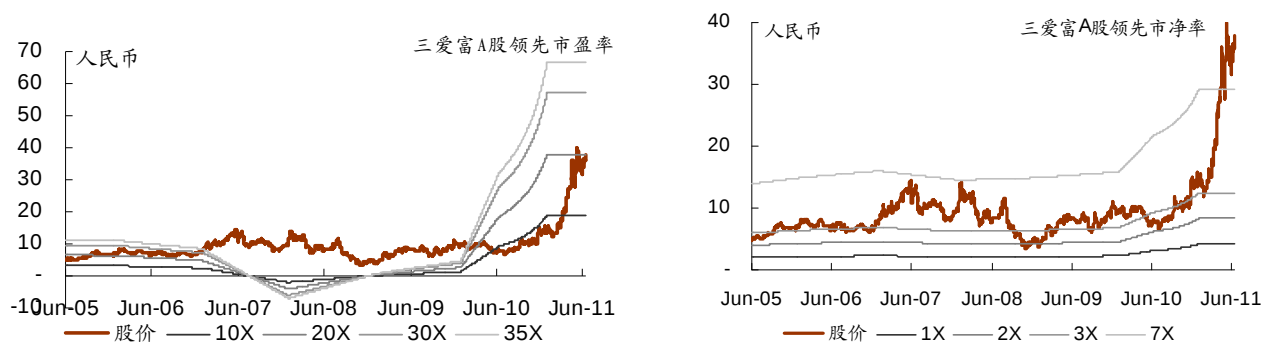
图表 18：历史及未来财务数据，公司盈利构成

损益表 (百万元)						三爱富盈利构成		
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		2011E	2012E
主营业务收入净额	2,680	2,102	3,096	4,196	5,374	R22		
主营业务利润	274	356	554	1,402	1,833	销量 (吨)	40,000	40,000
营业费用	-79	-75	-79	-101	-129	权益销量 (吨)	28,000	28,000
管理费用	-193	-163	-191	-273	-349	销售单价 (含税)	23,000	25,000
财务费用	-86	-68	-64	-60	-57	毛利率	30%	35%
营业利润	-100	48	157	968	1,298	EPS	0.27	0.37
所得税	-5	-0	-28	-148	-197	PTFE		
少数股东权益	-32	-58	-82	-176	-284	销量 (吨)	10,000	10,000
净利润	-70	6	46	660	832	权益销量 (吨)	9,600	9,600
现金流量表 (百万元)						销售单价 (含税)	120,000	120,000
经营活动现金流净额	289	219	390	1,212	1,339	毛利率	40%	40%
投资活动现金流净额	-267	9	-208	-151	-151	EPS	0.72	0.72
融资活动现金流净额	86	-278	-161	-117	-104	R125		
货币资金增加额	104	-50	22	943	1,084	销量 (吨)	8,000	15,000
资产负债表 (百万元)						权益销量 (吨)	6,400	12,000
流动资产	1,094	941	1,633	2,579	4,021	销售单价 (含税)	120,000	100,000
长期投资	55	47	51	55	55	毛利率	40%	35%
固定资产	1,442	1,272	1,230	1,195	1,121	EPS	0.48	0.63
流动负债	1,729	1,371	1,973	2,036	2,301	R32		
长期负债	27	27	12	-3	-17	销量 (吨)	10,000	11,000
少数股东权益	197	203	274	449	733	权益销量 (吨)	8,000	8,800
股东权益	720	740	786	1,446	2,279	销售单价 (含税)	30,000	25,000
总资产	2,673	2,340	3,044	3,929	5,296	毛利率	25%	20%
财务指标						EPS	0.08	0.05
主营业务利润率	10.2%	16.9%	17.9%	33.4%	34.1%	PVDF		
净利率	-2.6%	0.3%	1.5%	15.7%	15.5%	销量 (吨)	5,000	10,000
净资产收益率	-9.7%	0.8%	5.8%	45.6%	36.5%	权益销量 (吨)	2,500	5,000
总资产负债率	65.7%	59.7%	65.2%	51.8%	43.1%	销售单价 (含税)	100,000	110,000
净资产负债率	117.4%	97.1%	82.5%	-24.3%	-65.1%	毛利率	35%	40%
流动比率	0.6	0.7	0.8	1.3	1.7	EPS	0.13	0.35
速动比率	0.4	0.5	0.6	1.0	1.5	其它业务		
应收账款周转期	37.4	50.9	92.0	63.7	63.7		0.22	0.29
存货周转期	57.8	67.1	58.0	58.0	58.0	合计EPS	1.90	2.40
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 19：三爱富 PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

盐湖股份 (000792.CH)：维持“推荐”

盐湖股份主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	4,069	4,560	4,952	6,354	7,646
(+/-)	31%	12%	9%	28%	20%
主营业务利润	3,018	2,604	2,508	4,727	5,972
(+/-)	48%	-14%	-4%	88%	26%
净利润	1364	1230	1108	3931	5025
(+/-)	38%	-10%	-10%	255%	28%
每股盈利 (元)	1.78	1.60	1.44	2.47	3.16
市盈率	31.3	34.8	38.6	22.5	17.6
市净率	14.9	14.1	11.1	3.1	2.6
EV/EBITDA	14.5	19.2	22.7	7.4	5.3
ROCE	23.5%	21.7%	17.4%	23.7%	25.7%
净资产收益率	47.5%	40.6%	28.7%	28.4%	30.5%
现金分红收益率	2.6%	1.7%	0.0%	2.7%	3.4%
每股经营现金流 (元)	2.76	1.30	2.75	2.82	3.97
股价/经营现金	20.2	42.7	20.2	19.7	14.0

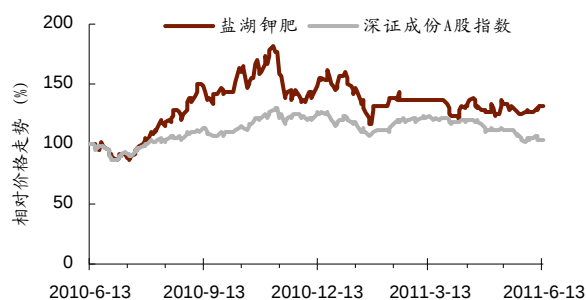
资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

盐湖股份股票信息

	A股
股票代码	000792 CH
当前股价	人民币55.68
目标价格	-
日成交量 (百万股)	4.76
52周最高价/最低价	人民币78.05/36.45
发行股数 (百万股)	1,590.51
总市值 (百万元)	88,559.60
流通股 (百万股)	478.00
主要股东 (持股比例)	青海省国有资产投资管理有限公司 (30.99%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

盐湖股份最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：量升、价涨、成本降

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面：

- 中国、印度钾肥合同谈判在即，预计谈判价格将超过我国上半年签订的 CFR 400 美元/吨的合同价格 10% 以上，从而继续抬升国内钾肥出厂价。
- 两湖合并完成后，公司原先支付给盐湖集团的矿产使用费已经取消，未来钾肥业务毛利率有望继续回升。

短期 (3~6 个月) 催化剂

- 印度和中国钾肥谈判价格超预期
- 盐湖股份上调钾肥出厂价

股价敏感因素：

- 国际和国内钾肥价格
- 进口钾肥合同谈判
- 财务、经营数据

估值：

我们维持公司 2011 - 2012 年 EPS 预测为 2.47 和 3.16 元，目前股价对应 PE 23x 和 18x，维持“推荐”评级。

风险：

- 天气原因导致化肥需求大幅减少的风险。
- 市场估值中枢下行风险。

图表 20: 历史及未来财务数据, 敏感性分析

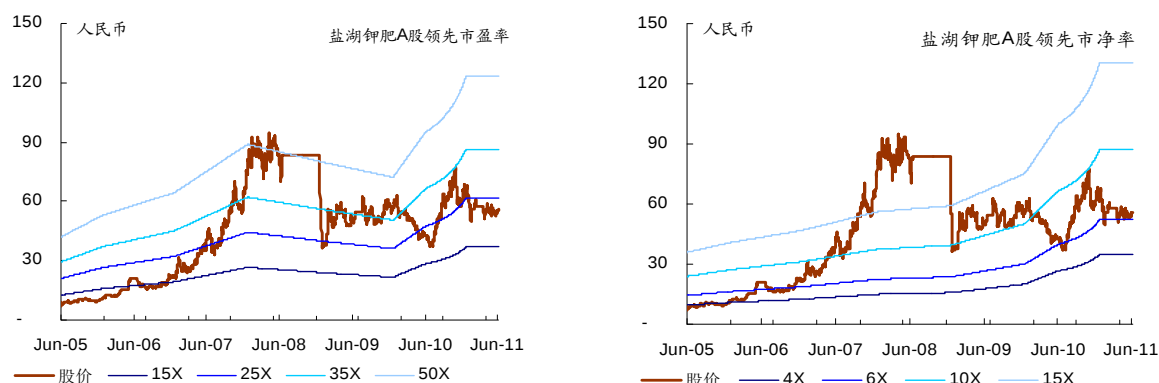
损益表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	4,069	4,560	4,952	6,354	7,646
主营业务利润	3,018	2,604	2,508	4,727	5,972
营业费用	72	327	639	283	344
管理费用	159	174	186	283	306
财务费用	67	44	29	37	31
营业利润	2,720	2,051	1,654	4,125	5,292
利润总额	3,001	2,463	2,191	4,983	6,324
所得税	450	371	329	747	949
净利润	1,364	1,230	1,108	3,931	5,025
现金流量表(百万元)					
经营活动产生之现金流	2,120	1,001	2,112	4,491	6,309
投资活动产生之现金流	-349	-317	-297	-194	-192
筹资活动产生之现金流	-1,635	-1,434	-1,230	6,603	-2,452
现金及现金等价物净增加额	136	-751	584	10,901	3,665
资产负债表(百万元)					
流动资产	4,799	6,002	6,720	17,755	21,769
固定资产	3,180	3,400	3,868	3,795	3,702
流动负债	2,226	3,852	4,279	5,008	6,005
长期负债	745	519	455	418	325
股东权益	2,873	3,027	3,857	13,823	16,489
总资产	8,029	9,489	10,660	21,621	25,542
财务指标					
主营业务利润率	74%	57%	51%	74%	78%
净利率	34%	27%	22%	62%	66%
净资产收益率	47%	41%	29%	28%	30%
股息收益率	3%	2%	0%	3%	4%
净债务/股东权益	-41%	-8%	-34%	-88%	-97%
资产负债率	37%	46%	44%	25%	25%
流动比率	2.16	1.56	1.57	3.55	3.63
速动比率	1.57	1.11	1.18	3.24	3.37

盐湖钾肥2011年EPS敏感性分析

国内氯化钾价格(元/吨)	盐湖钾肥EPS
2600	2.12
2700	2.23
2800	2.35
2900	2.47
3000	2.59
3100	2.70
3200	2.82
3300	2.94

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 21: 盐湖钾肥 PE、PB Band 走势



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 中金公司研究部

冠农股份（600251.CH）：维持“推荐”

冠农股份主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	561	534	821	1,020	1,103
(+/-)	8%	-5%	54%	24%	8%
主营业务利润	76	74	125	105	138
(+/-)	-7%	-2%	68%	-16%	31%
净利润	29	27	6	394	474
每股盈利(元)	0.08	0.08	0.02	1.09	1.31
(+/-)	108%	n.m.	n.m.	6542%	20%
市盈率	371.8	389.2	1,802.7	27.1	22.6
市净率	13.1	13.1	13.1	8.8	6.3
EV/EBITDA	175.0	325.3	248.8	-1,744.8	677.0
净资产收益率	3.5%	3.4%	0.7%	32.3%	28.0%
ROCE	3.2%	2.3%	0.5%	23.9%	22.3%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	-0.53	-0.30	-0.37	-0.18	-0.07
股价/经营现金	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

冠农股份股票信息

	A股
股票代码	600251 CH
当前股价	人民币29.52
目标价格	-
日成交量(百万股)	6.89
52周最高价/最低价	人民币35.74/14
发行股数(百万股)	362.10
总市值(百万元)	10689.19
流通股(百万股)	362.10
主要股东(持股比例)	新疆生产建设兵团农业建设第二师二十九团(21.06%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

冠农股份最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：罗钾开工率提升致成本大幅下降，硫酸钾后续有望量价齐升

中长期（1~2年）投资主题

正面：

- 国投罗钾开工率大幅提升致成本大幅下降，一季度吨净利接近 1700 元/吨，同比提升 4 倍以上。
- 中国、印度钾肥合同谈判在即，预计谈判价格将超过我国上半年签订的 CFR 400 美元/吨的合同价格 10% 以上，从而继续抬升国内钾肥出厂价。

短期（3~6个月）催化剂

- 印度和中国钾肥谈判价格超预期
- 国投罗钾上调硫酸钾出厂价

股价敏感因素：

- 国际和国内钾肥价格
- 进口钾肥合同谈判
- 财务、经营数据

估值：

我们维持公司 2011 - 2012 年 EPS 预测为 1.09 和 1.31 元，目前股价对应 PE 27x 和 23x，维持“推荐”评级。

风险：

- 化肥需求减少风险。
- 市场估值中枢下行风险。

图表 22：历史及未来财务数据，2011 年业绩敏感性分析及 EPS 构成

损益表 (百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入净额	561	534	821	1,020	1,103
主营业务利润	76	74	125	84	138
营业费用	26	27	64	77	83
管理费用	41	52	75	88	95
财务费用	33	33	45	48	56
营业利润	-34	-47	-103	-129	-95
投资收益	59	69	112	492	537
所得税	2	3	2	-19	-14
净利润	29	27	6	376	450
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	-129	-109	-136	-73	-37
投资活动现金流净额	-197	-75	-95	-108	-108
融资活动现金流净额	383	294	262	-81	-58
货币资金增加额	57	110	31	-262	-202
资产负债表 (百万元)					
流动资产	680	749	1,115	1,127	1,007
固定资产	512	593	667	725	779
流动负债	533	557	1,034	1,222	1,236
长期负债	60	364	413	387	387
股东权益	816	818	815	1,202	1,652
总资产	1,441	1,772	2,296	2,851	3,321
财务指标					
主营业务利润率	13.8%	14.9%	16.2%	9.2%	13.5%
息税前利润率	1.7%	-0.9%	-1.6%	-7.9%	-3.6%
净利润率	5.1%	5.1%	0.7%	36.8%	40.8%
净资产收益率	3.5%	3.4%	0.7%	31.3%	27.2%
总资产收益率	2.0%	1.5%	0.3%	13.2%	13.5%
总资产负债率	41.2%	51.9%	63.0%	56.5%	48.9%
净资产负债率	72.7%	112.5%	177.6%	133.9%	98.3%
流动比率	1.3	1.3	1.1	0.9	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.2	0.1
应收帐款周转期	127.3	64.4	60.9	60.9	60.9
存货周转期	225.7	278.5	298.5	298.5	298.5
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

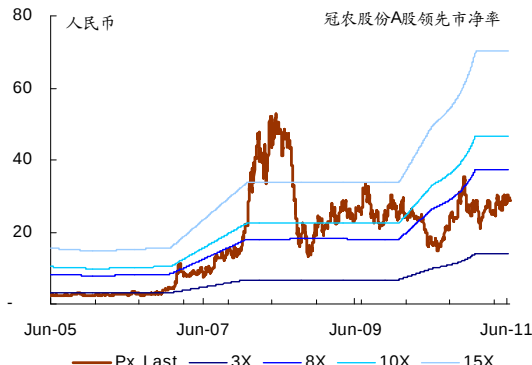
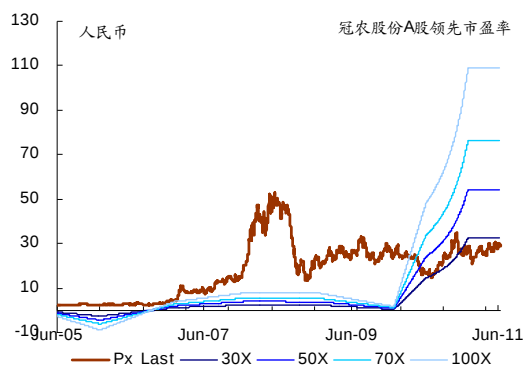
冠农股份2011年EPS敏感性分析

国内硫酸钾价格 (元/吨)	冠农股份 EPS	罗钾投资收 益EPS
3100	0.92	1.04
3200	0.98	1.10
3300	1.04	1.15
3400	1.09	1.20
3500	1.15	1.26
3600	1.21	1.32
3700	1.27	1.37
3800	1.32	1.43

公司EPS构成	2011E	2012E
罗钾投资收益	1.20	1.37
水电投资收益	0.08	0.09
主营业务	-0.20	-0.16
合计	1.09	1.31

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 23：冠农股份PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

中国玻纤（600176.CH）：维持“推荐”

中国玻纤主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,008	3,171	4,765	6,290	7,478
(+/-)	25%	-21%	50%	32%	19%
毛利	1,282	457	1,463	2,178	2,633
(+/-)	23%	-64%	220%	49%	21%
净利润	244	-155	206	989	1,336
每股盈利(元)	0.57	-0.36	0.48	1.70	2.30
(+/-)	-21%	-163%	-233%	253%	35%
市盈率	48.4	n.m.	57.5	16.3	12.1
市净率	7.9	9.7	8.3	3.2	2.7
EV/EBITDA	15.3	27.5	13.1	9.9	8.2
净资产收益率	16.4%	-12.7%	14.5%	19.6%	22.4%
ROCE	3.1%	-2.2%	3.2%	11.4%	15.5%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	1.8%
每股经营现金流(元)	-1.07	-0.30	1.83	3.18	3.47
股价/经营现金	n.m.	n.m.	15.11	8.72	7.97

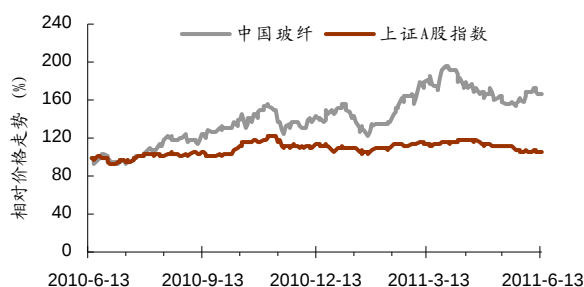
资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

中国玻纤股票信息

	A股
当前股价	人民币27.7
股票代码	600176.SH
日成交量(百万股)	1.3
52周最高价/最低价	人民币33.25/15.16
发行股数(百万股)	427.39
其中：流通股(百万股)	427.39
总市值(百万元)	11,838.70
主要股东(持股比例)	中国建材股份有限公司(36.15%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

中国玻纤最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：玻纤行业龙头，享受行业新一轮景气周期；吸收合并子公司剩余股权，大幅提高业绩

中长期（1~2年）投资主题

正面：

- 随着全球宏观经济企稳回升，农田水利、海水淡化、高铁、风电等行业的快速发展，下游对于玻纤的需求增长强劲。全球玻纤的需求保持强劲增长。
- 全球玻纤企业的产能扩张放缓，未来3年内全球玻纤产能复合增速在5%，中国仅为3%。玻纤在未来将逐渐供不应求。
- 公司成功开发多种玻纤新产品，产品结构更佳完善，后续产能有望继续扩张。
- 公司玻纤产品2011年已多次提价，累计提价幅度超过15%。公司将于2011年7月起继续提价10%~14%。
- 吸收合并子公司巨石集团剩余49%股份，合并完成后权益产能及每股收益将大幅增加。

短期（3~6个月）催化剂

- 吸收合并方案实施
- 公司对玻纤产品继续提价
- 公司产品获得新订单

股价敏感因素：

- 对巨石集团的重组进度
- 巨额新增订单

估值：

我们维持公司2011-2012年业绩预测为1.70元和2.30元，目前股价对应PE分别为16和12倍。维持“推荐”评级。

风险：

- 欧盟反倾销力度加大
- 全球经济二次探底
- 市场估值中枢下行带来的系统性风险

图表 24：历史及未来财务数据、主要假设及敏感性分析

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	4008	3,171	4,765	6,289	7,477
主营业务利润	1282	457	1,463	2,178	2,632
营业费用	79	81	121	132	153
管理费用	214	315	425	503	598
财务费用	332	474	481	433	363
营业利润	610	-399	464	1,110	1,518
所得税	115	-34	65	175	236
净利润	244	-155	206	989	1,336
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	-457	-127	784	1,847	2,019
投资活动现金流净额	-2,635	-1,346	-823	-545	-545
融资活动现金流净额	3,393	2,091	-450	2,116	-1,055
货币资金增加额	300	618	-501	3,419	419
资产负债表 (百万元)					
流动资产	3785	4,588	4,598	8,394	9,449
固定资产	8640	8,654	10,599	10,637	10,675
流动负债	5033	6,768	9,221	10,622	11,776
长期负债	4401	4,347	3,377	2,000	1,000
股东权益	1492	1,218	1,422	5,041	5,976
总资产	12797	13,708	15,639	19,281	20,370
财务指标					
主营业务利润率	32.0%	14.4%	30.7%	34.6%	35.2%
息税前利润率	24.7%	1.9%	19.2%	24.5%	25.2%
净利润率	6.1%	-4.9%	4.3%	15.7%	17.9%
净资产收益率	16.4%	-12.7%	14.5%	19.6%	22.4%
总资产收益率	1.9%	-1.1%	1.3%	5.1%	6.6%
总资产负债率	73.7%	81.1%	80.6%	65.5%	62.7%
净资产负债率	632.1%	912.6%	885.7%	250.4%	213.8%
流动比率	0.8	0.7	0.5	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.7	0.7
应收账款周转期	137	202	141	133	133
存货周转期	82	103	85	60	60
分红比例	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%

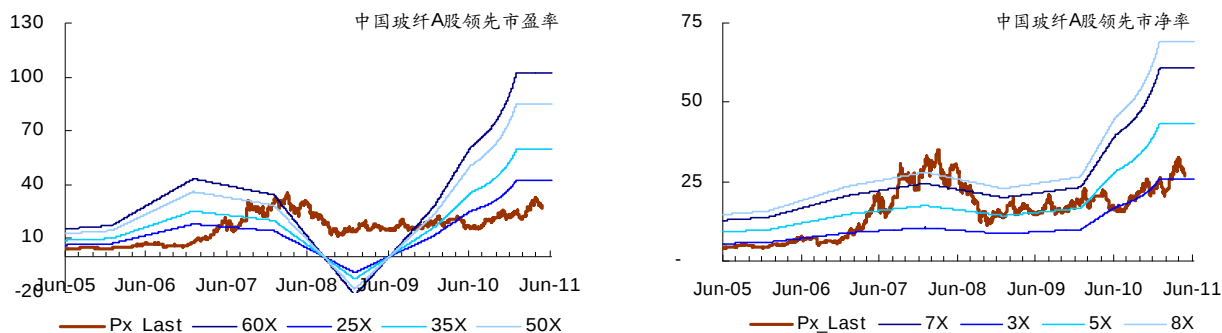
主要假设	2011E	2012E
销售量(千吨)		
玻纤制品	900.0	1,000.0
销售单位含税价(元/吨)		
玻纤制品	7,850	8,400
毛利率		
玻纤制品	35%	36%

2011年玻纤价格敏感性分析

玻纤含税单价(元/吨)	EPS	EPS变动
7541	1.39	-0.31
7617	1.46	-0.24
7694	1.54	-0.16
7772	1.62	-0.08
7850	1.70	0.00
7929	1.78	0.08
8008	1.86	0.16
8088	1.94	0.24
8169	2.02	0.32

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 25：中国玻纤PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

天晟新材 (300169.CH)：维持“推荐”

天晟新材主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	253	351	539	696	900
(+/-)	9%	39%	54%	29%	29%
毛利	92	123	219	293	390
(+/-)	46%	34%	77%	34%	33%
净利润	35	49	104	147	199
每股盈利 (元)	0.51	0.70	0.74	1.05	1.42
(+/-)	32%	38%	7%	41%	35%
市盈率	57.5	41.8	39.1	27.7	20.5
市净率	9.9	8.0	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	34.6	25.4	22.8	16.5	12.3
净资产收益率	17.2%	19.2%	10.7%	13.5%	15.9%
ROCE	12.9%	14.1%	10.2%	12.9%	15.2%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%
每股经营现金流 (元)	0.28	0.60	0.72	0.92	1.22
股价/经营现金	105.18	48.63	40.30	31.50	23.87

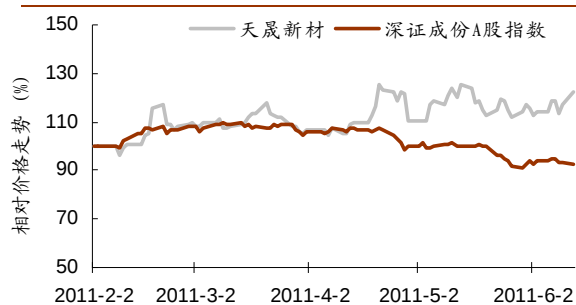
资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

天晟新材股票信息

	A股
当前股价	人民币 29.09
股票代码	300169.SZ
日成交量 (百万股)	2.0
52周最高价/最低价	人民币 31/21.33
发行股数 (百万股)	140.25
其中：流通股 (百万股)	35.25
总市值 (百万元)	4,079.87
主要股东 (持股比例)	吕泽伟、孙剑、吴海宙 (42.67%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

天晟新材最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：高分子发泡材料龙头，未来表现可期

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面：

- 由于技术壁垒，全球结构泡沫材料行业一直处于寡头垄断状态，主要生产企业 DIAB 公司、AIREX 公司和天晟新材三家产能占全球总产能的 90% 以上。
- 随着全球经济复苏，船舶、航空航天以及风电等行业进入黄金增长期，全球结构泡沫材料市场需求量迅速增长。
- 公司技术储备充分，目前拥有众多具有良好应用前景的产品和在研项目。以 PET、PP 为代表的结构泡沫材料在轨道交通和船舶航天领域的广泛应用将确保公司长期快速成长。
- 公司与思瑞安公司成立合资公司，后者具有完善的全球销售网络和复合材料行业的丰富经验，使公司在未来具备快速的市场拓展能力。

短期 (3~6 个月) 催化剂

- 新材料研发取得突破

股价敏感因素：

- 新材料研发取得突破
- 财务、经营数据

估值：

我们预计公司 2011~2013 年业绩为 0.74 元、1.05 元和 1.42 元，目前股价对应 PE 为 39、28、21 倍。短期看估值压力较大，但是考虑到结构泡沫材料巨大的增长空间，值得长期持有。我们认为公司是高分子发泡行业潜在的全球领导者，具有“百年老店”的潜质，买入公司就是买入了行业的龙头。维持“推荐”评级，目标价 36 元。

风险：

- 成本上涨过快无法及时向下游转移
- 募投项目进展低于预期
- 宏观经济大幅变动，下游需求急剧萎缩

图表 26：历史及未来财务数据、主要假设

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	232	253	351	539	696
主营业务利润	63	92	123	219	293
营业费用	9	12	18	27	35
管理费用	16	28	36	54	70
财务费用	3	6	9	3	-2
营业利润	33	44	58	135	190
所得税	6	10	12	27	38
净利润	27	35	49	104	147
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	34	19	42	101	130
投资活动现金流净额	-114	-95	-54	-205	-104
融资活动现金流净额	149	52	14	443	-23
货币资金增加额	69	-23	2	339	2
资产负债表 (百万元)					
流动资产	166	205	271	703	793
固定资产	125	166	197	378	446
流动负债	113	177	209	124	159
长期负债	46	64	86	40	40
股东权益	170	205	254	972	1,090
总资产	333	451	556	1,146	1,304
财务指标					
主营业务利润率	27.2%	36.4%	35.2%	40.6%	42.1%
息税前利润率	16.4%	20.8%	19.8%	25.6%	27.1%
净利润率	11.6%	14.0%	13.9%	19.4%	21.2%
净资产收益率	15.8%	17.2%	19.2%	10.7%	13.5%
总资产收益率	8.0%	7.9%	8.8%	9.1%	11.3%
总资产负债率	47.5%	53.3%	53.2%	14.3%	15.2%
净资产负债率	93.1%	116.9%	116.2%	16.9%	18.2%
流动比率	1.5	1.16	1.29	5.67	5.00
速动比率	1.2	0.90	0.89	4.87	4.20
应收账款周转期	82.8	137	137	137	137
存货周转期	42.7	66	66	66	66
分红比例	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%

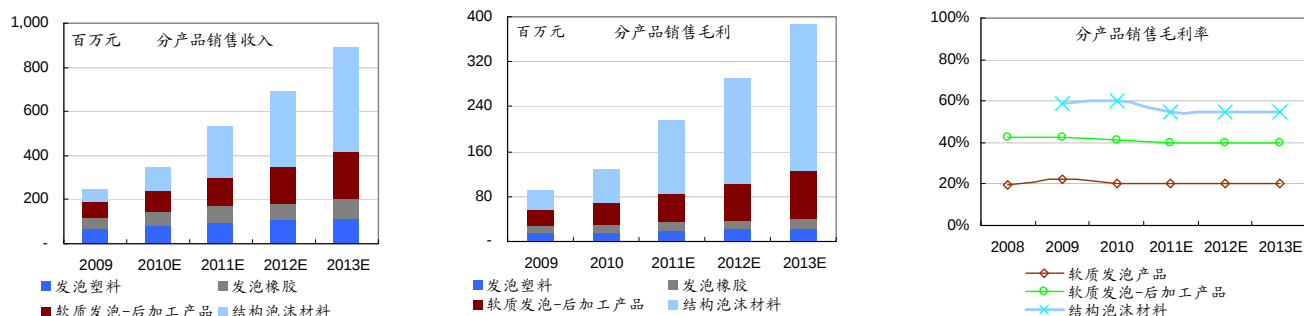
销售量	2011E	2012E	2013E
发泡塑料 (立方米)	60,000	60,000	60,000
发泡橡胶 (立方米)	18,000	18,000	18,000
软质发泡-后加工产品 (百万片)	390	507	659
结构泡沫材料 (吨)	3,500	5,000	7,000

销售单位含税价	2011E	2012E	2013E
发泡塑料 (元/立方米)	1,881	2,069	2,276
发泡橡胶 (元/立方米)	4,681	5,149	5,663
软质发泡-后加工产品 (元/片)	0.38	0.38	0.38
结构泡沫材料 (元/吨)	79,511	79,511	79,511

毛利率	2011E	2012E	2013E
发泡塑料	20%	20%	20%
发泡橡胶	20%	20%	20%
软质发泡-后加工产品	40%	40%	40%
结构泡沫材料	55%	55%	55%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 27：公司分产品销售收入、销售毛利、毛利率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

华鲁恒升（600426.CH）：维持“推荐”

华鲁恒升主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,444	3,998	4,738	5,017	7,164
(+/-)	20%	16%	19%	6%	43%
主营业务利润	749	795	621	897	1,344
(+/-)	26%	6%	-22%	44%	50%
净利润	377	425	254	509	843
摊薄每股盈利(元)	0.76	0.86	0.51	0.80	1.33
(+/-)	16%	13%	-40%	56%	66%
市盈率	20.8	18.4	30.8	19.7	11.9
市净率	3.3	2.8	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.3	10.3	10.6	7.3	4.7
净资产收益率	15.8%	15.4%	5.3%	7.1%	10.7%
ROCE	10.0%	8.9%	3.8%	5.6%	8.0%
现金分红收益率	0.6%	1.3%	0.6%	1.3%	1.9%
每股经营现金流(元)	1.2	1.0	0.5	3.0	2.2
股价/经营现金	12.7	15.4	30.4	5.2	7.0

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

华鲁恒升股票信息

	A股
股票代码	600426 CH
当前股价	人民币15.79
日成交量(百万股)	2.39
52周最高价/最低价	人民币18.99/11.1
发行股数(百万股)	635.75
总市值(百万元)	10038.49
流通股(百万股)	495.75
主要股东(持股比例)	山东华鲁恒升集团有限公司(30.39%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

华鲁恒升最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：主营产品价格提升，业绩将迎来新一轮高速增长

中长期（1~2年）投资主题

正面：

- 国际化肥需求旺盛价格普涨，国际氮肥和磷肥售价普遍高出国内售价20%以上。
- 目前国内尿素出厂价普遍在2150~2250元/吨，公司作为煤头尿素生产商，完全成本仅为1600元/吨。

短期（3~6个月）催化剂

- 公司5万吨煤制乙二醇项目将于6月试车，一旦成功有望提升公司估值。
- 公司16万吨己二酸项目将于三季度试车，未来将有效延伸己二酸产业链，生产己内酰胺以及尼龙单6等产品。

股价敏感因素：

- 国际和国内化肥价格
- 新增项目试车情况
- 财务、经营数据

估值：

我们维持公司2011~12年业绩预测为0.80元、1.33元，目前股价对应PE分别为20倍和12倍。维持“推荐”评级。

风险：

- 化肥需求减少风险。
- 市场估值中枢下行风险。

图表 28：历史及未来财务数据，分产品销售量及销售收入预测

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,444	3,998	4,738	5,017	7,164
毛利	749	795	621	897	1,344
营业费用	-95	-88	-101	-120	-186
管理费用	-57	-77	-78	-89	-112
财务费用	-125	-130	-152	-98	-61
营业利润	446	500	290	591	985
税前利润	450	502	300	600	995
所得税	-74	-77	-46	-91	-151
净利润	377	425	254	509	843
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	616	509	257	1,919	1,429
投资活动现金流净额	-1,063	-602	-866	-750	-250
融资活动现金流净额	531	112	2,359	1,613	-348
货币资金增加额	83	19	1,751	2,782	831
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,221	1,182	3,769	5,884	7,026
固定资产	3,745	4,738	4,953	5,210	4,969
流动负债	1,092	753	1,022	1,171	1,553
长期负债	1,740	2,667	3,233	3,033	2,833
股东权益	2,383	2,759	4,779	7,199	7,915
总资产	5,216	6,179	9,035	11,403	12,301
财务指标					
主营业务利润率	21.7%	19.9%	13.1%	17.9%	18.8%
息税前利润率	17.4%	15.8%	9.3%	13.7%	14.6%
净利润率	10.9%	10.6%	5.4%	10.1%	11.8%
净资产收益率	15.8%	15.4%	5.3%	7.1%	10.7%
总资产收益率	7.2%	6.9%	2.8%	4.5%	6.9%
总资产负债率	54.3%	55.3%	47.1%	36.9%	35.7%
净资产负债率	72.2%	81.5%	25.8%	-24.3%	-34.6%
流动比率	1.1	1.6	3.7	5.0	4.5
速动比率	0.8	1.2	3.3	4.8	4.2
应收帐款周转期	0.8	2.4	14.4	2.8	2.8
存货周转期	46.5	27.5	34.6	27.5	27.5
分红比例	13.2%	23.3%	19.5%	25.0%	22.6%

尿素	2011E	2012E
销量 (吨)	1,200,000	1,400,000
销售单价	1,950	1,950
毛利率	20%	20%
EPS	0.44	0.51

DMF	2011E	2012E
销量 (吨)	240,000	240,000
销售单价 (含税)	6,000	6,000
毛利率	15%	15%
EPS	0.15	0.15

醋酸	2011E	2012E
销量 (吨)	380,000	400,000
销售单价 (含税)	2,800	2,800
毛利率	20%	20%
EPS	0.17	0.17

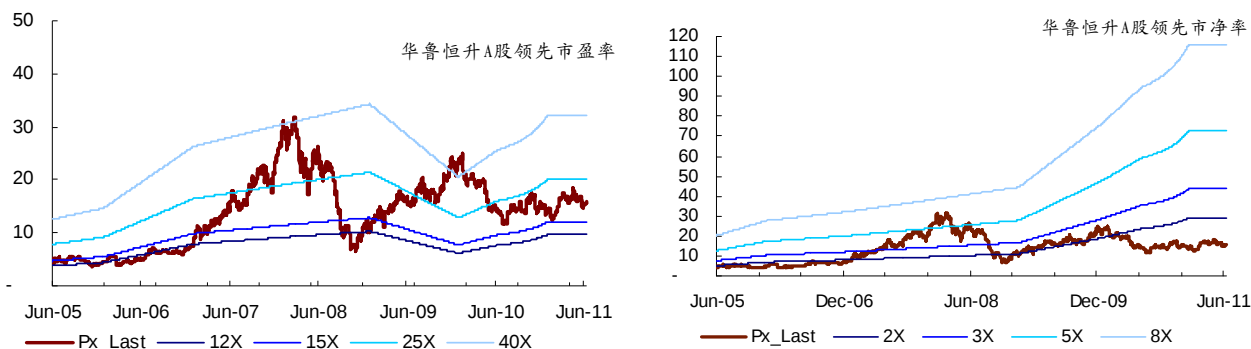
己二酸	2011E	2012E
销量 (吨)		120,000
销售单价 (含税)		15,000
毛利率		20%
EPS		0.29

乙二醇	2011E	2012E
销量 (吨)		20,000
销售单价 (含税)		10,000
毛利率		35%
EPS		0.07

其它业务	2011E	2012E
EPS	0.04	0.14
合计EPS	0.80	1.33

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 29：华鲁恒升PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

烟台万华 (600309.CH): 维持“审慎推荐”

烟台万华主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	7,704	6,493	9,430	13,969	17,239
(+/-)	-1%	-16%	45%	48%	23%
主营业务利润	2,362	1,859	2,361	4,250	5,376
(+/-)	-23%	-21%	27%	80%	26%
净利润	1510	1066	1530	2193	2817
(+/-)	2%	-29%	43%	43%	28%
全面摊薄每股盈利(元)	0.91	0.64	0.92	1.01	1.30
市盈率	18.3	25.9	18.1	16.4	12.8
市净率	5.7	5.5	4.5	4.1	3.1
EV/EBITDA	18.9	26.5	22.6	11.3	7.8
净资产收益率	31.3%	21.1%	24.9%	25.2%	24.4%
投入资本回报率	25.8%	14.2%	14.1%	23.2%	34.4%
现金分红收益率	2.4%	3.0%	2.4%	1.8%	2.4%
每股经营现金流(元)	1.20	0.87	0.25	2.25	2.37
P/OCF	13.82	19.01	66.88	7.38	7.00

资料来源: 公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

烟台万华股票信息

	A股
股票代码	600309 CH
当前股价	人民币 16.62
目标价格	-
日成交量(百万股)	5.03
52周最高价/最低价	人民币 22.04/10.19
发行股数(百万股)	2162.34
总市值(百万元)	35,938.01
流通股(百万股)	2162.34
主要股东(持股比例)	万华实业集团有限公司(50.50%)

资料来源: 公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

烟台万华最近估值走势



资料来源: 公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议: MDI 需求超预期, 全球产能扩张有限

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面:

- 欧美经济复苏, 拉动 MDI 需求快速增长, 预计随着欧美经济复苏, 全球 MDI 将保持 15% - 20% 的年均复合需求增速。
- 未来 3 年全球 MDI 新增产能有限, 且以公司新增产能(宁波二期工程改扩建、烟台八角一体化工程)为主。
- 宁波二期扩建顺利投产, 原料自给率提高, 毛利率得以提升。

短期 (3~6 个月) 催化剂

- MDI 出厂价上调

股价敏感因素:

- 竞争对手 MDI 产能新增情况
- 苯胺价格的变化
- 财务、经营数据

估值:

我们预计 2011~2012 年公司的业绩为 1.01 元, 1.30 元, 目前股价对应市盈率分别为 16x, 13x, 维持“审慎推荐”评级。

风险:

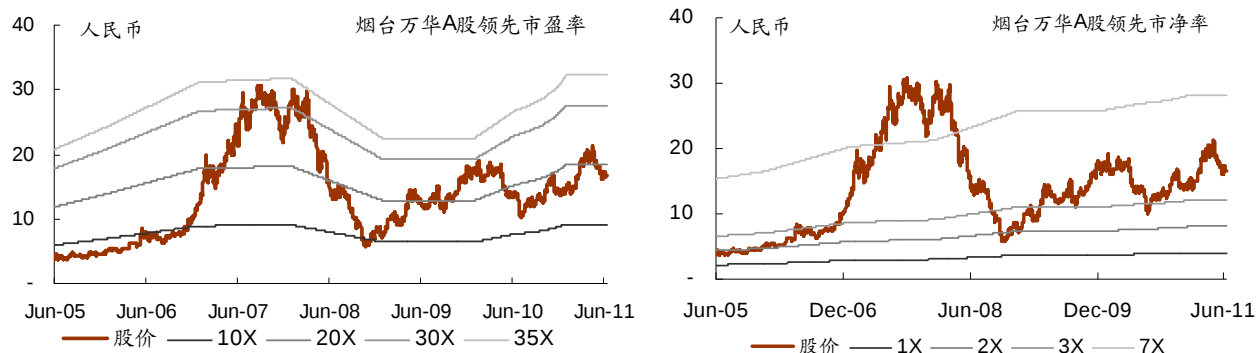
- MDI 需求大幅下滑。
- 市场估值中枢下行风险。

图表 30：历史及未来财务数据

损益表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入	7,704	6,493	9,430	13,969	17,239
主营业务成本	5,294	4,607	7,042	9,615	11,736
主营业务利润	2,362	1,859	2,361	4,250	5,376
营业利润	1,649	1,111	1,484	2,861	3,774
利润总额	2,026	1,450	1,938	3,064	3,977
净利润	1,510	1,066	1,530	2,193	2,817
现金流量表					
经营活动产生之现金流	2,000	1,454	413	4,868	5,133
投资活动产生之现金流	-926	-1,772	-1,443	-417	-417
筹资活动产生之现金流	-1,164	-610	1,587	-70	-70
现金及现金等价物净增加额	-99	-925	549	4,382	4,646
资产负债表					
流动资产	3,835	3,761	4,801	9,137	14,558
长期投资	185	199	20	20	20
固定资产	3,668	5,525	7,402	6,140	6,197
流动负债	1,985	3,201	3,722	3,066	5,165
长期负债	426	633	2,037	2,332	2,332
股东权益	4,817	5,051	6,146	8,719	11,537
财务指标					
毛利率	31%	29%	25%	30%	31%
净利率	20%	16%	16%	16%	16%
净资产收益率	31%	21%	25%	25%	24%
股息收益率	2%	2%	2%	1%	2%
净债务/股东权益	22%	49%	77%	8%	-29%
资产负债率	31%	40%	45%	35%	36%
流动比率	1.93	1.17	1.29	2.98	2.82
速动比率	1.63	0.94	0.98	2.68	2.60

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31：烟台万华PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

附表 32、中金公司重点覆盖化工行业公司估值表

公司名称	代码	货币	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA				
			2011-6-13	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	
国内化肥公司																
云天化	600096 CH	CNY	18.34	140.0	30.2	19.2	11.5	2.4	2.3	2.2	1.9	16.6	11.0	9.0	7.2	
盐湖股份	000792 CH	CNY	55.68	34.8	38.6	22.5	17.6	14.1	11.1	6.4	5.4	38.9	47.1	20.4	16.1	
四川美丰	000731 CH	CNY	6.55	23.8	32.5	21.6	17.0	1.9	1.7	1.7	1.6	n.a.	8.8	6.2	5.7	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	15.79	18.4	30.8	19.7	11.9	2.8	1.6	1.1	1.0	12.5	14.4	10.7	8.0	
六国化工	600470 CH	CNY	13.63	56.6	42.6	27.5	25.0	4.0	2.0	1.9	1.8	34.8	19.5	14.6	12.9	
冠农股份	600251 CH	CNY	29.52	389.2	1802.7	27.1	22.6	13.1	13.1	8.8	6.3	325.3	245.1	n.a.	641.0	
建峰化工	000950 CH	CNY	7.78	27.6	35.2	23.8	18.0	1.3	2.0	1.9	1.8	15.5	19.6	10.2	7.6	
玖源集团	827 HK	HKD	0.18	n.m.	n.a.	11.0	7.5	1.2	1.2	1.1	0.9	63.7	18.5	4.0	3.0	
中化化肥	297 HK	HKD	3.32	n.m.	36.8	12.5	10.4	1.7	1.6	1.4	1.2	n.m.	23.3	11.0	9.2	
中海石油化学	3983 HK	HKD	5.85	23.8	19.4	13.3	10.5	2.4	2.2	1.9	1.6	13.1	10.6	7.8	6.2	
平均				89.3	229.9	19.8	15.2	4.5	3.9	2.8	2.4	65.0	41.8	10.4	71.7	
中间值				31.2	35.2	20.7	14.4	2.4	2.0	1.9	1.7	25.7	19.0	10.2	7.8	
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	16.62	25.9	18.1	16.4	12.8	5.5	4.5	4.1	3.1	24.9	20.0	11.2	8.6	
新安股份	600596 CH	CNY	10.87	25.1	44.0	27.1	20.8	0.8	1.8	1.7	1.6	14.9	19.0	12.9	10.8	
*ST新材	600299 CH	CNY	12.47	n.m.	86.3	56.7	36.1	2.3	2.3	2.2	2.1	28.7	14.3	9.9	8.0	
三爱富	600636 CH	CNY	37.78	2251.5	285.2	19.9	15.8	17.7	16.7	9.1	5.8	53.2	27.4	11.3	8.9	
巨化股份	600160 CH	CNY	29.69	178.6	31.0	16.1	12.4	8.3	7.4	6.7	4.8	53.5	21.5	11.7	9.3	
山西三维	000755 CH	CNY	10.42	459.5	146.5	47.2	35.3	2.3	2.2	2.1	2.0	21.3	14.1	14.0	12.2	
沈阳化工	000698 CH	CNY	9.24	89.0	28.4	15.0	11.6	2.2	2.0	1.8	1.6	21.8	11.1	7.1	6.3	
澄星股份	600078 CH	CNY	9.79	111.3	137.8	49.4	31.4	4.2	4.1	3.8	3.4	23.9	19.8	12.9	11.1	
兴发集团	600141 CH	CNY	19.40	50.2	38.1	26.4	24.1	5.7	4.2	3.7	3.3	27.1	15.0	11.0	9.4	
云维股份	600725 CH	CNY	9.11	59.8	30.3	22.9	17.8	2.3	2.1	2.0	1.9	20.3	12.6	9.7	8.3	
丹化科技	600844 CH	CNY	16.89	n.m.	967.8	41.0	10.6	10.4	5.8	8.3	4.7	8071.2	414.7	16.3	6.1	
丹科B	900921 CH	USD	0.79	n.m.	45.4	1.9	0.5	0.5	0.3	0.4	0.2	1203.6	61.8	2.4	0.9	
烟台氨纶	002254 CH	CNY	17.32	25.9	17.7	12.3	10.0	1.8	2.6	2.3	2.1	23.8	14.0	10.0	7.8	
普利特	002324 CH	CNY	14.69	20.6	19.7	29.1	19.8	2.0	1.9	3.4	3.1	34.0	36.3	22.4	15.1	
中国玻纤	600176 CH	CNY	27.70	n.m.	57.5	16.3	12.1	9.7	8.3	3.2	2.7	27.5	12.6	9.4	8.1	
天晟新材	300169 CH	CNY	29.09	57.5	41.8	39.1	27.7	9.9	8.0	4.2	3.7	60.4	43.7	22.8	16.5	
平均				279.6	124.7	27.3	18.7	5.4	4.6	3.7	2.9	606.9	47.4	12.2	9.2	
中间值				58.7	42.9	24.6	16.8	3.3	3.4	3.3	2.9	27.3	19.4	11.2	8.8	

资料来源：Wind，中金公司研究部

附表 33：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA				
			11-6-13	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
国际化工公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	53.89	48.55	26.42	16.05	13.89	7.43	6.76	5.02	3.73	46.73	19.06	11.25	9.96	
Agrium	AGU CN	CAD	83.6	35.88	18.45	11.17	10.88	2.86	2.47	2.03	1.67	16.70	9.93	7.64	7.38	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	67.74	36.42	n.a.	15.82	11.91	3.46	n.a.	2.67	2.20	16.21	n.a.	8.89	6.96	
Terra Industry	TRA US	USD	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	126.48	23.42	15.79	n.a.	n.a.	16.56	11.25	n.a.	n.a.	13.29	9.73	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	8.85	57.24	31.25	0.25	0.11	12.05	9.27	n.a.	n.a.	31.96	21.54	9.05	4.91	
Yara	YAR NO	NOK	335.5	25.65	11.09	10.25	10.93	3.38	2.75	2.27	1.96	28.33	10.57	7.16	7.62	
K+S	SDF GR	EUR	53.8	92.76	22.99	14.07	11.82	4.92	3.89	3.37	2.87	22.59	10.48	7.93	7.02	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	5264	25.12	18.91	12.85	11.23	7.12	7.55	6.02	5.12	4.85	3.84	2.73	2.47	
平均				43.13	20.70	11.50	10.11	7.22	6.28	3.56	2.93	22.58	12.17	7.81	6.62	
中间值				35.88	18.68	13.46	11.52	4.92	5.32	3.02	2.54	16.70	10.21	7.78	7.20	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	55.61	32.71	35.42	11.56	10.48	2.43	2.44	2.36	2.15	7.23	6.01	7.04	6.46	
BASF AG	BAS GR	EUR	62.99	40.90	12.70	9.53	9.14	3.31	2.70	2.43	2.15	8.26	5.90	5.75	5.26	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	35.07	109.59	20.04	11.86	9.55	2.44	2.29	1.71	1.52	15.30	10.51	7.02	6.43	
平均				61.07	22.72	10.99	9.72	2.73	2.48	2.17	1.94	10.26	7.47	6.61	6.05	
中间值				40.90	20.04	11.56	9.55	2.44	2.44	2.36	2.15	8.26	6.01	7.02	6.43	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2885	43.42	42.34	18.25	14.00	1.69	1.72	1.57	1.44	11.02	8.36	8.34	6.99	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	910	53.15	8.62	8.59	7.88	1.41	1.31	1.14	1.02	6.56	4.33	4.45	4.12	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	105.85	16.86	4.84	21.03	13.83	1.83	1.36	1.32	1.24	12.68	9.23	7.76	5.60	
3M Co.	MMM US	USD	90.73	19.90	15.86	14.37	12.79	5.05	4.12	3.72	3.21	11.06	9.39	8.40	7.67	
平均				33.33	17.92	15.56	12.13	2.50	2.13	1.94	1.73	10.33	7.82	7.24	6.09	
中间值				31.66	12.24	16.31	13.31	1.76	1.54	1.44	1.34	11.04	8.79	8.05	6.29	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	18.32	18.14	17.28	13.25	10.98	1.67	1.64	1.55	1.45	24.31	20.62	15.06	14.55	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4125	20.88	17.49	15.59	13.35	1.22	1.22	1.15	1.09	7.20	6.07	5.67	5.00	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	31.235	n.m.	12.25	9.71	9.13	n.m.	n.m.	n.m.	13.59	9.07	4.97	4.59	4.42	
Cabot Corp	CBT US	USD	38.4	n.m.	16.20	11.85	10.43	2.21	1.93	1.80	n.a.	13.54	6.72	5.69	5.20	
平均				19.51	15.81	12.60	10.97	1.70	1.60	1.50	5.37	13.53	9.60	7.76	7.29	
中间值				19.51	16.74	12.55	10.70	1.67	1.64	1.55	1.45	11.30	6.40	5.68	5.10	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	10.7	n.m.	n.m.	n.m.	59.12	0.97	1.32	n.a.	n.a.	n.m.	18.18	n.a.	n.a.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	265	n.m.	10.69	11.66	9.33	0.70	0.69	0.66	0.62	11.87	6.75	5.95	5.53	
Sunoco Inc	SUN US	USD	40.37	n.m.	20.70	57.92	16.81	1.85	1.60	1.57	1.44	11.50	5.94	8.54	6.50	
平均				n.m.	15.69	34.79	28.42	1.17	1.20	1.11	1.03	11.69	10.29	7.24	6.01	
中间值				n.m.	15.69	34.79	16.81	0.97	1.32	1.11	1.03	11.69	6.75	7.24	6.01	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

附表 34：国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
美国特殊化学品	24.0	34.1	14.4	12.6	4.5	3.9	3.4	2.9	11.7	9.6	8.0	7.2
美国大宗化学品	34.8	39.1	11.8	9.6	3.8	3.5	2.3	1.9	11.5	9.2	6.1	5.6
欧洲化工	40.6	16.2	13.4	11.8	4.2	2.9	2.7	3.0	13.6	8.9	7.8	7.0
日本化工	53.5	18.0	13.2	11.1	1.1	1.1	1.1	1.0	7.1	5.3	5.1	4.6
亚太化工	21.3	15.0	12.4	37.7	2.3	2.0	1.7	9.2	12.2	10.3	8.3	7.4
平均	35.6	22.8	13.1	16.0	3.1	2.6	2.2	3.1	11.3	8.4	7.0	6.3
中间值	24.9	17.7	12.8	10.9	2.3	2.2	1.8	1.6	10.7	7.5	6.7	6.1
分类估值												
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
多元化化工	30.8	15.0	12.1	29.8	2.1	1.7	1.6	5.6	11.0	7.4	6.8	6.1
工业气体	21.6	16.7	14.1	12.5	1.3	1.1	0.8	0.8	9.6	7.9	8.1	7.4
大宗化学品	32.7	31.8	12.3	10.2	3.4	3.0	2.2	1.9	12.3	9.1	6.4	5.9
特殊化学品	43.8	25.3	14.5	12.7	4.2	3.3	3.0	3.1	11.7	9.0	7.3	6.7
平均	35.6	22.8	13.1	16.0	3.1	2.6	2.2	3.1	11.3	8.4	7.0	6.3
中间值	24.9	17.7	12.8	10.9	2.3	2.2	1.8	1.6	10.7	7.5	6.7	6.1
流通市值分类估值												
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
大盘公司	31.3	17.8	13.3	19.7	3.3	2.8	2.4	3.7	12.2	9.0	7.6	6.9
中盘公司	48.4	33.0	12.4	10.5	3.0	2.2	1.7	2.1	9.1	7.0	5.9	5.3
小盘公司	24.6	19.8	14.9	11.5	2.6	2.5	2.7	2.4	13.8	9.5	7.7	6.7
平均	35.6	22.8	13.1	16.0	3.1	2.6	2.2	3.1	11.3	8.4	7.0	6.3
中间值	24.9	17.7	12.8	10.9	2.3	2.2	1.8	1.6	10.7	7.5	6.7	6.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED