

基础化工

化工品即将进入旺季，中报超预期行情开始

行业动态报告

一、化工行业投资策略及模拟组合：

1、投资思路

1) 化工行业观点：

油价震荡，化工品价格涨跌互现，随着旺季即将到来，预期化工品价格将普遍回暖。再加上现阶段大盘企稳，个股活跃，自下而上机会较多的化工股正在被市场关注，获得短期超额收益的概率在提高。投资者可重点关注我们基本模拟组合（基于中长期投资原则）和中小盘成长类和交易型模拟组合（基于事件驱动的灵活择股原则）。

2) 个股观点：

个股活跃，建议参与中期业绩超预期的品种，大市值标的有：湖北宜化、滨化股份、三友化工，小市值标的有黑猫股份、新都化工等。最后我们重申对成长股东华科技、广汇股份、海利得的长期推荐。

2、投资模拟组合

根据宏观、中观和微观的判断，结合具体个股的具体情况，考虑到不同股票的流动性特征，我们构建本周化工基本模拟投资组合如下：

建议标配，维持中国石化（15%）、湖北宜化（25%）、盐湖股份（15%）、烟台万华（20%）、滨化股份（25%）

光大化工基本模拟投资组合

股票名称	股票代码	配置比例	最新股价 (元)	PE (倍)		
		(%)		2010A	2011E	2012E
中国石化	600028	15	8.18	10	9	8
湖北宜化	000422	25	20.53	19	14	9
盐湖股份	000792	15	59.18	40	24	19
烟台万华	600309	20	18.73	26	17	14
滨化股份	601678	25	17.78	35	16	15

（注：投资要点详见后面的重点标的动态）

另外，基于事件驱动研究，我们推出中小盘成长类和交易型组合如下：

新都化工、海利得、黑猫股份、丹化科技、紫江企业、雅化集团、久联发展：

光大化工中小盘成长类和交易型模拟投资组合

股票名称	股票代码	配置比例	最新股价 (元)	PE (倍)		
		(%)		2010A	2011E	2012E
新都化工	002539	20	29.71	32	21	16
海利得	002206	17.5	13.19	39	20	14
黑猫股份	002068	12.5	14.84	82	20	14
丹化科技	600844	12.5	17.63	882	136	17
紫江企业	600210	12.5	5.92	13	12	10
雅化集团	002497	12.5	18.72	37	25	18
久联发展	002037	12.5	24.41	38	23	17

增持（维持）

分析师

程磊 (执业证书编号：S0930510120003)

021-22169157

chenglei@ebcn.com

张力扬 (执业证书编号：S0930511010005)

021-22169167

zhangly@ebcn.com

王席鑫 (执业证书编号：S0930511020001)

021-22169077

wangxixin@ebcn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebcn.com

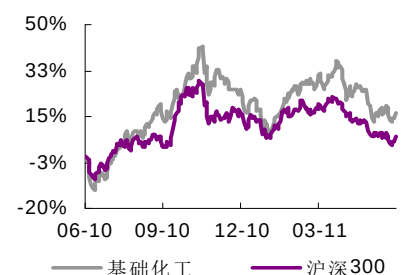
朱晨

021-22169317

zhuc@ebcn.com

名称	价格	一周涨跌幅%
NYMEX 原油	94.94	4.31%
NYMEX 天然气	4.31	1.89%

行业与上证指数对比图



（注：满仓操作，调入滨化股份，个股仓位进行了调整）

3、投资策略

在短期市场情况来看，中期业绩超预期是关键，我们建议的策略是现价买入低估值的优质白马股；另外，可积极参与交易型的投资机会。

二、盈利预测调整：

暂无

三、行业动态及最新观点：

板块	品种	最新价格	一周涨跌幅	一月涨跌幅	行情变化	标的公司	投资建议
石油 化工	NYMEX 原油	94.94	4.31%	-7.56%	由于 IEA 释储混乱无序，原油价格本周涨势卷土重来，几乎尽数收复上周失地。石化类产品在原油上下震荡下涨跌两难。		
	NYMEX 天然气	4.31	1.89%	-6.91%			
	国际石脑油	100.15	-1.19%	-6.16%			
	国际乙烯	1112	1.18%	-10.03%			
	国际丙烯	1360	-2.86%	-10.53%			
	国际苯乙烯	1358.5	0.14%	-4.09%			
	甲苯	8290	-0.24%	-1.89%			
	二甲苯	8850	0.11%	-1.12%			
	纯苯	7500	-3.85%	-6.83%			
	国际丁二烯	3800	4.10%	8.23%			
	间苯二酚	41200		-1.90%			
化肥	液氨	3470	-0.86%	-7.47%	7月1日尿素出口关税如期降低，出口需求、国内追肥及秋季用肥三重拉动下氮肥价格大涨后高位盘整。钾肥下半年大合同价格确认在 CFR470 美元	湖北宜化、盐湖股份、兴发集团、云天化	趋势性配置湖北宜化。氮肥涨价标的：湖北宜化、双环科技、新都化工。
	国际尿素	513		18.47%			
	国内尿素	2300		4.50%			
	氯化铵	980	-2.00%	8.88%			
	硝酸铵	2350					
	国际氯化钾	483		9.03%			
	国际硫酸钾	598					
	国内钾肥	3100					
	磷肥	3360	0.60%	1.82%			
	国际硫磺	235	-5.05%	-5.05%			
	国内硫磺	1840					
	硫酸（98%）	710	-1.39%	-1.39%			
	黄磷	15300	1.39%	3.38%			
氯碱	液氯	850	6.25%	-3.41%	油价盘整下 PVC 价格也基本稳定，电石供需平衡下价格持稳，市场整体气氛平淡。	内蒙君正、湖北宜化、英力特、天原集团、中泰化学	
	原盐	330					
	烧碱 32%离子膜	857.5		5.86%			
	烧碱 30%隔膜	805	-0.61%	11.80%			
	电石	4100					
	PVC（电石法）	7750	0.65%	-2.52%			

	PVC (乙烯法)	8400				
纯碱	轻质纯碱	1975	-2.40%	-1.19%	前期拉涨过快, 本周轻质纯碱小幅回调。后期部分工厂进入停车检修将对价格形成支撑。	双环科技、三友化工
	重质纯碱	2075		-1.19%		
聚酯	对二甲苯(PX)	11000	-3.51%	-6.78%	油价回落及需求不济下 PTA、乙二醇及聚酯切片本周价格继续承压。	海利得
	PTA	9000	-2.70%	-7.22%		
	乙二醇	9410		1.95%		
	PET 切片	11750	-0.84%	-0.42%		
聚氨酯	苯胺	9850		-2.47%	环氧丙烷尽管产品价格出现回调, 但是根据我们的跟踪, 环氧丙烷和原材料的价差维持稳定, 其中 4,5 月份盈利明显好于一季度, 且环氧丙烷生产企业一般存货周转在两周左右, 原材料随卖随用, 不存在消化高价库存的风险, 预计二季度业绩向好。	烟台万华、滨化股份
	TDI	19600	-0.51%	-4.39%		
	聚合 MDI	16000		-3.03%		
	纯 MDI	19200	-1.29%	-6.80%		
	1,4-丁二醇 (BDO)	21500		-12.24%		
	PTMEG	30300		-1.62%		
	己二酸	15000		-5.66%		
	甲乙酮	13000	-12.10%	-13.62%		
	己内酰胺	27200	3.03%	4.62%		
	环氧丙烷	14400		-12.46%		
化纤	软泡聚醚	15100		-9.03%	下游需求不振且纺织品库存偏高, 近期化纤及其上游价格继续下跌。	
	硬泡聚醚	14100	-2.08%	-6.00%		
	粘胶长丝	49600	-0.90%	-1.88%		
	粘胶短纤	18200	-1.89%	-12.92%		
	氨纶 40D	46000		-4.17%		
	涤纶短纤	12700	-1.93%	1.60%		
	棉浆粕	11500	-5.35%	-15.44%		
甲醇	PA6	28700	1.06%	2.87%	部分装置停车检修, 致甲醇醋酸价格本周小幅上涨。	
	PA66	31100	0.65%	-1.27%		
	甲醇	2780	2.39%	-1.07%		
氟化工	醋酸	3500	4.48%	4.48%		
	DMF	6200	-1.59%	-4.62%		
	二氯甲烷	6250	-1.57%	-3.85%		
	三氯乙烯	11500				
	R22	31000	1.97%	2.31%		
	R134a	69000	-5.48%	-7.38%		
钛白粉	氟化铝	9900	-3.41%	-3.88%	越南宣布停止 2011 年后钛精矿出口, 钛精矿涨价下钛白粉盈利可能受到抑制。钛白粉价格依然向上。	
	冰晶石	8700		-1.14%		
	钛精矿	2350		25.60%		
	锐钛型	19400				
橡胶	金红石	23100		-0.86%	全球天胶主产区 5 月后进入割胶期, 供应量将明显增加。胶价下行压力较大。	风神股份
	天然橡胶	33800	-2.31%	-5.06%		

	丁苯橡胶	31500	0.63%	6.41%	受原材料丁二烯价格走高影响，合成胶价格近期走势坚挺。		
	顺丁橡胶	29900	7.02%	11.49%			
杂项	煤焦油	2800		-12.50%	下游煤焦油深加工不景气，部分地区用天然气替代煤焦油，煤焦油近期跌幅较大。	黑猫股份	黑猫股份进入全球轮胎企业供应体系，国外炭黑企业减产，日本地震影响炭黑减产，导致公司二季度出口量大增，而强势地位使其产品价格维持稳定，近期原材料价格大幅下跌，公司盈利情况将超市场预期。
	PVA	14600	-1.35%	-8.75%			
	纯吡啶	27750	-0.89%	-1.76%			
	草甘膦	21500	-0.46%	-0.46%			
	甲基环硅氧烷	19800		-4.81%			

资料来源：化工在线 百川资讯 光大证券研究所

四、重点推荐标的动态：

湖北宜化：弹性最大的化工品种

1、内蒙青海的氯碱业务盈利持续给力

公司氯碱业务战略已经趋于向西部转移，其完善的成本控制能力以及内蒙和青海相对较低的能源成本使得公司能够赚取超出行业平均水平的超额利润。内蒙 40 万吨 PVC 项目负荷已开满，青海 30 万吨 PVC 项目预计于 11 年 2 季度投产，今年能约 10 万吨 PVC 的产量。预计今年 PVC 均价约 6500 元/吨（不含税），内蒙宜化的完全成本约 5600 元/吨，吨净利 700 元/吨，青海的成本更低。

2、坐拥 1.2 亿吨磷矿资源，资源价值重估下其估值水平有望提升

公司江家墩磷矿拥有 1.2 亿吨的储量，是当地最好的磷矿之一，磷矿设计生产能力约 100 万吨，预计 12 年投产。磷矿的稀缺程度远胜过萤石矿，随着公司磷矿资源属性被市场逐步挖掘，其资源价值将重估，估值水平也将得到提升。

3、我们看好公司向西部发展及一体化的大战略，维持买入评级，给予目标价 30 元

预计公司 11、12 年业绩分别为 1.50、2.20 元/股（增发摊薄后）。目前公司的市值仅仅 100 亿元左右，而其 11 年销售收入有望达到 150 亿元。考虑到公司向西部资源地区发展的战略，公司在尿素、氯碱等大宗品中的成本优势将进一步扩大，而且资源属性将逐步被市场挖掘，维持“买入”评级，给予目标价 30 元。

4、投资建议：

作为一个强周期类中的高成长公司，我们长期的建议是持有底仓并做波段操作。展望接下来的1-2年，公司内蒙青海的氯碱项目有望开始大幅增厚公司业绩，集团产权的进一步理顺也使得管理层有动力做大市值。展望未来3-6个月，青海氯碱项目的正常开车和内蒙氯碱项目运行的正常化是业绩超预期的因素。操作策略上，由于公司定向增发的获批和中报的超预期将会成为未来3个月内最大的催化剂，建议可以现价买入。

新都化工：产业链整合即将进入收获期，尚未发现的纯碱氮肥涨价受益标的

1、产业链整合打造核心竞争力，行业一体化龙头身影浮现：

公司是目前国内少数已完成“盐-纯碱/氯化铵-氯基复合肥”全产业链覆盖的企业，而近期公告并购新楚钟肥业并投资设立了新都塑业公司，弥补了在磷酸一铵和包装袋两个原材料上的布局。不仅保证低成本原料的稳定供应，更满足了公司延伸硫基及缓控释肥复合肥等产品的需要，为未来产业链进一步扩张打下基础。

此外公司募投项目进展顺利，我们预计将于明年3-6月投产，届时公司将新增“硝酸-硝酸铵浆料-硝基复合肥”及“盐-纯碱-硝钠亚硝钠”两条完整产业链，一体化整合将显著提升资源利用程度、核心竞争力进一步加强。

2、产业布局集中合理，协同效应极大降低成本：

公司盐-联碱厂区布局集中（仅隔1.4公里），盐厂-联碱分厂-复合肥车间实现原材料无包装管道运输，产业协同极大提升效益，通过降低包装、物流费用每年仅此约可节省3000万元。

另公司控股的新楚钟肥业公司距磷矿石主产地仅有5公里，相比之前磷矿石每吨成本可节省200元，自产硫铁矿硫酸制取磷酸并氯化生产硫基复合肥，未来硫基复合肥生产成本每吨至少降低300元。并且公司磷酸一铵运输半径减小，与原来从四川和云南采购原料相比，吨运费减少120元。

3、未被发现的纯碱、氯化铵及原盐涨价受益标的，公司盈利弹性大

公司拥有纯碱产能45万吨，氯化铵产能50万吨，以及原盐产能90万吨。我们预计公司今年纯碱、氯化铵和原盐的销量分别是43万吨、47.5万吨和43万吨，产品价格100元/吨对应的每股收益变动分别是0.17元、0.22元和0.17元，弹性巨大。

目前氯化铵受益于尿素涨价及出口拉动（详见我们本周推出的氮肥行业报告），产品价格今年累计涨幅达40%，而纯碱在下游需求拉动4-6月也累计上涨超过30%。在主营产品量价齐涨的背景下，我们认为公司是尚未被市场发现的兼具纯碱、氯化铵及原盐涨价主题的综合标的。

4、预计中报超预期将成短期催化剂，首次覆盖给予“买入”评级，目标价37.5元

公司是无机及磷复肥行业中少数产业链布局完整、协同效应降低成本明显的典范企业。考虑到公司是尚未被市场发现的纯碱、氯化铵、原盐涨价综合受益标的且弹性大，我们预期公司中报将超预期，从而成

股价短期催化剂，首次覆盖并给予“买入”评级，目标价格 37.5 元。

滨化股份：环氧丙烷供需面良好，未来向下游延伸成长可期，维持买入评级

1、环氧丙烷新增产能断档、供需情况良好，产品和原材料价差维持稳定：

环氧丙烷 11 年上半年没有新增产能，目前进口依存达到 30%，而下游聚醚 10~12 年新增 170.5 万吨，其中 11 年新增 40 万吨，其新增的对环氧丙烷的需求将至少达到 30 万吨，相当于目前产能的 18.29%左右。此外，未来国内原则上不再审批新的氯醇法环氧丙烷，而共氧法的成本要比氯醇法高 20%。我们认为环氧丙烷在供给受限而需求快速增长的大背景下，今年环氧丙烷的价格仍将保持稳定。根据我们对环氧丙烷和原材料价差的跟踪，二季度产品和原材料价差较一季度继续扩大，且二季度是旺季，预计二季度业绩环比一季度有较大提升。

2、循环经济一体化优势，与陶氏合作积极向下游延伸战略，未来新项目可期

公司循环经济一体化优势明显，电力自给率高达 90%，主要产品环氧丙烷和烧碱上半年景气充分受益，三氯乙烯受氟化工景气，价格维持高位。公司积极向下游延伸，与陶氏合作未来向下游高附加值产品延伸战略清晰，未来新项目只是时间问题。

3、现有产品 2-3 年内景气度维持，未来向下游延伸成长可期，维持“买入”评级。

公司现有业务环氧丙烷供需情况良好，景气度维持，公司凭借循环经济一体化成本优势，积极向下游高附加值新领域拓展，未来成长可期，不考虑增发摊薄和新项目，谨慎给予公司 11-13 年 1.12、1.20 和 1.36 的盈利预测，维持“买入”的投资评级，目标价格 25 元。

中国石化：化工业务景气、炼油业务景气度在政策支配下仍然处于底部，防御性的首选品种

1、化工业务随经济进入扩张期而走入景气阶段。

中国石化在乙烯为代表的石化业务上不断扩张，技术亦不断进步（反映在能耗和双烯收率上）。这块业务盈利能力和原油价格在行业景气度周期向上或者维持的情况下呈正相关关系。

2、炼油业务在政策支配下仍然处于亏损边缘

这块业务是政策性的，不能希望短期会有起色。长期看，国内的经济转型和市场经济体系的完善都需要放松能源价格的管制，该块业务将会充分体现业绩的弹性。

3、公司盈利能力目前明显处于底部，而估值上从 PS、PE、PB 看已经足够便宜。

由于占收入 50%左右的炼油业务由于政策限制而不能正常盈利，公司

的盈利能力并不能从行业趋势的判断上来正常测算。

我们认为可以从长期化的 PS 来测算公司的估值。在 100 美元/桶的原油价格下，预计中国石化的收入将在 2.5 万亿人民币左右。目前 6936 亿元的市值看，大致 0.3 左右的 PS，只能说已经充分反映了炼油业务的政策性风险。

从 PE 上看，我们预计公司今年的业绩大致 0.9 元左右，目前不足 9 倍的动态 PE。

从 PB 上看，即使不考虑公司的重置成本，静态看目前 1.5 倍左右的 PB 也已经足够便宜。

4、投资建议：虽然我们认为中国石化大的投资机会将是全球经济走入向上通道，中国经济进入确定的扩张期的时段。但是目前情况下仍然有估值修复的行情。因此建议重点配置，防御系统性风险并享受可能的估值修复。

盐湖股份：资源属性最强的化工品种

1、垄断背景下，钾肥价格长期上行趋势明显

首先全球农产品不管从供需基本面还是金融性上都有支撑。供需基本面上：全球农产品的需求随着整体生活水平的提高而在提升，而供给上种植面积增长潜力有限，只能从增加单产上着手。农化产品是提高单产的重要手段。金融性上：农产品基本大类品种如玉米、大豆、小麦、糖都有期货品种，这在基本面支撑下只能放大价格上行幅度。其次从钾肥供给上看，全球供给方集中的趋势没有变化，而需求方和过去一样地分散。

2、短期钾肥价格将小幅上涨

白俄钾肥上调巴西 11 年 3 季度钾肥进口价格至 CFR 550-560 美元/吨，涨幅 30 美元/吨。盐湖股份近期继续上调出厂价至 3100 元/吨（送到价，5 月内涨幅 200/吨），未来涨价预期依然较强。预计下半年中国钾肥进口价格将可能达到 CFR 480 美元/吨，上涨空间约 50-80 美元/吨。

3、新增产能释放有助于公司盈利提升，建议目前价位可以买入。

目前公司产能 230 万吨/年，新建 100 万吨/年固液转化钾肥项目，预计将于 2012 年中期投产，项目投产 2 年内可望实现达产，届时公司产能将达到 330 万吨/年。预计公司 11、12 年业绩分别为 2.50、3.15 元/股，目前估值水平具有较高安全边界，建议逢低买入。

烟台万华：未来 3 年独享需求增长，估值安全边际高

1、需求稳定增长下，未来三年全球 MDI 除万华外无其他新增产能

我们认为 MDI 行业经过 2009-2010 两年的行业调整后于去年四季度已经逐步走出谷底。从需求上看，我们认为 2011-2012 年国内增速保守估计将在 15-20%左右，并且由于替代进口效应，国产货源需求量增速将更高，万华扩产预计对整体供需造成的影响相对有限。而供应上看，

2011-2013 年全球除了万华外再无新增产能投放计划，近期宣布建设的巴斯夫重庆项目也将最早于 2014 年投产，因此供给端放缓将有助于 MDI 开工率提高和盈利能力提升。

2、2011-13 年万华产能增长确定，盈利能力有望持续扩大。

2010 年底万华宁波二期 30 万吨 MDI 投产使其总产能达到 80 万吨，另外计划 2011 年投资 16 亿元进行二期技改，预计今年 4 季度或明年 1 季度宁波二期扩至 60 万吨，公司 MDI 总产能达 110 万吨。烟台八角新基地进展顺利，一期工程 60 万吨 MDI、30 万吨 TDI 预计 2013 年建成。我们认为公司产能增长确定，而在整体行业供需平衡下，预计 2011-2013 年公司业务盈利能力增长明确。

3、投资建议：建议目前价位买入

预计公司 11-13 年 EPS 1.08 元、1.33 元、1.64 元，考虑到未来 3 年仅公司有新增产能投放且 MDI 行业需求稳定增长，目前估值水平具有较高安全边界，建议目前价位逐步买入。

双环科技：纯碱中弹性最大的品种，被忽略的潜在氮肥弹性股

1、纯碱在节能减排、行业整体限产报价下形成的供给制约和下游投资增速尚可的情况下，今年以来特别是 2 季度价格一直在超预期。未来走势关键看前面影响供给的两个因素能否持续存在。这个我们也只能观察，毕竟产能的严重过剩还继续存在。这种情况下纯碱板块的投资宜谨慎，买入的依据是已经足够便宜。我们预计中报纯碱类公司都有望超预期，选择标的的排序是双环科技、三友化工、山东海化。

2、双环科技拥有 180 万吨纯碱、180 万吨氯化铵（氮含量相当于 90 万吨尿素）权益产能，弹性较大。如果市场反弹，双环科技依然可以作为短线的冲击品种供投资者选择。

三友化工：受益纯碱涨价，公司向上游资源延伸，未来盈利能力和稳定性大幅提升

1、我们认为，纯碱行业属于强周期、资源属性的行业，随着能源和资源价格逐步上涨，未来纯碱行业中拥有资源、能源自给率高的企业盈利稳定性都远强于同类企业。我们看好未来积极向上游资源拓展的企业三友化工。

2、三友未来战略定位清晰，重点发展盐碱业和粘胶短纤产业，目前拥有纯碱产能 210 万吨，差别化粘胶短纤产能 24 万吨，烧碱和 PVC 产能 30 万吨。至 12、13 年，纯碱、差别化粘胶短纤及氯碱产能将分别扩至 320 万吨，44 万吨和 40 万吨（PVC、烧碱均为 40 万吨），未来产能扩张明显。

3、三友化工青海 110 万吨纯碱项目合作配套的盐湖资源，成本优势明显，我们预计纯碱生产成本比本部便宜 200 元/吨以上。增发项目中浓海水综合利用项目，回收利用浓海水精制原盐，预计原盐成本仅为 30-50 元/吨，该项目预计 11 年底建成投产，预计能为公司提供 50-60 万吨原盐，仅该项目就能为公司节约原盐成本 1.5 亿元左右。我们认为，

随着未来公司项目的推进，公司原盐自给率将大幅提升，公司纯碱产品的盈利能力及稳定性将大幅增强。

海利得：滞涨已经过去，高速增长可期

1、尽管是传统制造业，但壁垒较高、拓展客户较难，有较宽的护城河：

尽管公司所处行业为传统的制造业，但公司差别化涤纶工业丝的壁垒较高。目前国内其他企业生产的产品为普通涤纶工业丝，其产能过剩严重，产品毛利率较低，竞争压力较大。而车用差别化丝，国内能生产的企业较少，竞争格局较好，公司可以维持 20%-23% 的综合毛利率，并通过不断的拓展客户来获得销量的增长。

正是因为差别化丝拓展客户较难，公司的 12 万吨/年涤纶工业丝产能的消化有个较长期的过程（预计公司 10 年约 7 万吨的销量），但差别化丝一旦得到下游客户的认可，就可形成较强的粘性，同时也对新进入者形成较宽的护城河。我们看好公司未来 3 年在涤纶工业丝领域的强者地位。

2、帘子布及配套项目将成为公司新的利润增长点：

公司 1.5 万吨/年帘子布及配套的 1.5 万吨/年 HTML 涤纶工业丝项目目前已动工，处于设备安装阶段，预计将于 2011 年 5 月投产。考虑到配套的 HMLS 丝本身的毛利率约 25%，而单独加工帘子布的毛利率约 25%，一体化项目的综合毛利率将达到约 40%，而且预计公司未来还将进一步扩大帘子布的产能。帘子布及配套项目将成为公司未来的利润增长之源。

3、给予公司“增持”的投资评级，给予目标价 18 元：

预计公司 11、12 年的每股收益分别为 0.65、0.95 元/股，未来公司的利润敏感性影响最大的因素还是涤纶工业丝产品的销量及毛利率，我们认为公司有能力消化绝大部分的产能及保持产品毛利率的稳定。我们看好公司的精细化管理能力及向下游拓展的战略，给予公司“买入”的投资评级，给予目标价 18 元。

紫江企业：传统包装业务已然低估，新业务提供了巨大进攻空间

1、公司主营包装业务盈利稳定，提供了公司股价的安全垫，未来新材料业务，参股大飞机项目提升估值和盈利水平，给予“买入”评级，目标价 8.7 元。

公司现有主营包装业务稳健增长，预计未来 3 年内年均复合增长率有望达到 20%，这提供了股价较高的安全边界。公司积极拓展新型薄膜材料，参股大飞机项目，将为公司带来成长动力，提升公司整体盈利和估值水平，未来将是股价上涨的最重要催化剂。房地产业务坐拥稀缺高端别墅，创投业务已上市业务进入收获期，未来项目储备提供惊喜。

我们测算公司 11-13 年每股收益分别为 0.48、0.59 和 0.75 元，按照现金流折现和 PE 估值（行业平均 18 倍）计算公司包装业务价值每股 5.44。

元，房地产业务折现价值 1.22 元，大飞机项目折现价值 1.868 元，创投项目每股价值 0.18 元，则公司每股合理价值 8.7 元，目前股价被明显低估，给予“买入”的投资评级，目标价格 8.7 元。

2、凭借多年包装和薄膜制造经验，拓展新型薄膜材料领域

紫江企业旗下子公司紫江彩印研发出具有自主知识产权的锂离子电池用铝塑膜，产品部分性能超过国外产品，目前正处于几家大型电池厂商认证阶段，该项业务未来将成为公司新的盈利增长点，预计毛利率将达到 35% 以上。此外紫江彩印已经研发成功 PVDF 背材膜的复合工艺并且实现销售，我们保守预测，2011 年公司 PVDF 背材膜的收入将达到 1500 万元以上，毛利率 40% 左右。该两项业务未来三年复合增长均有望达到 50% 以上。同时我们认为公司在成功销售的基础上，未来很可能增加对该两项业务的投资。

3、大飞机项目为公司未来腾飞插上翅膀

公司旗下紫江创投参股大飞机项目，飞机制造业是我国高技术产业政策历来支持的对象。从最新的“十二五”规划来看，重点发展以干线飞机和通用飞机为主的航空设备，做大做强航空产业也赫然在列。飞机制造业，特别是大飞机项目在未来几年将经历飞速的发展。为达成 GE 公司和中航工业的合作，GE 公司首席执行官杰夫·伊梅尔特同意将 GE 公司现有的非军用航空电子设备全球业务全部整合进入这个合资公司。而中航工业航电系统公司总经理卢广山指出：中航工业将进行民用航空电子业务整合并投入到合资公司中。未来相关资产整合进入合资公司预示紫江企业的投资得到更多的回报。考虑国内和国外市场，则紫江企业 2012 年参股大飞机项目的净现值合计在 26.90 亿元，折现到每股价值 1.868 元。

4、现有包装业务稳健增长，地产项目坐拥稀缺性别墅，创投项目收获颇丰

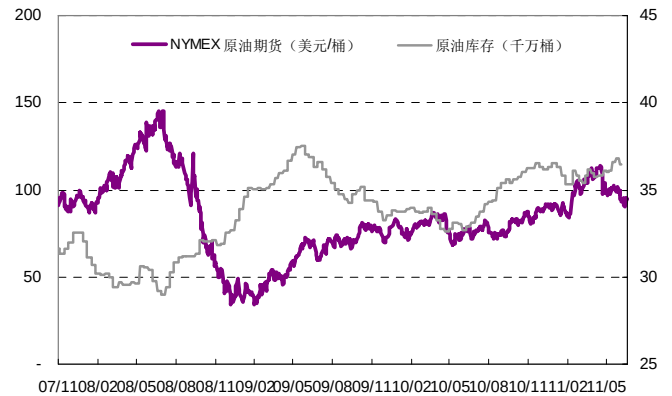
公司现有盈利主要来源包装业务历史盈利情况稳，综合参考现金流折现估值和 PE 估值方法（行业平均 18 倍），则公司包装业务每股价值 5.44 元。公司地产项目坐拥稀缺性别墅，项目土地由于拿地时间早，土地成本较低，项目毛利达到 60% 以上，销售净利率预期可达 30% 以上。考虑到销售不确定性，假设项目未来以有 5 年开发期计算，折现每股价值为 1.22 元。公司创投业务最新市值为 26247.60 万元，折合每股价值 0.18 元，另外还有多个项目进入改制阶段，预计未来也将先后上市。

图 表 1-1 化工：NYMEX 天然气（期货）（美元/mmbtu）



资料来源：光大证券研究所

图 表 1-2 化工：NYMEX 原油期货和原油库存



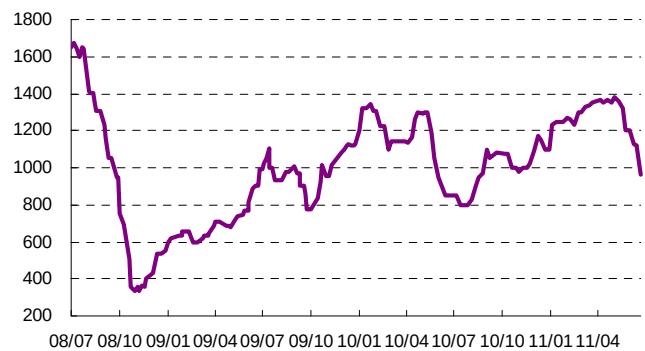
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-3 化工：甲醇 长三角地区（元/吨）



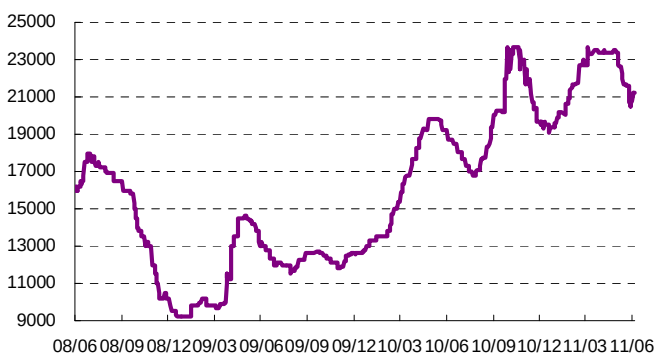
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-4 化工：乙烯（韩国 FOB）（美元/吨）



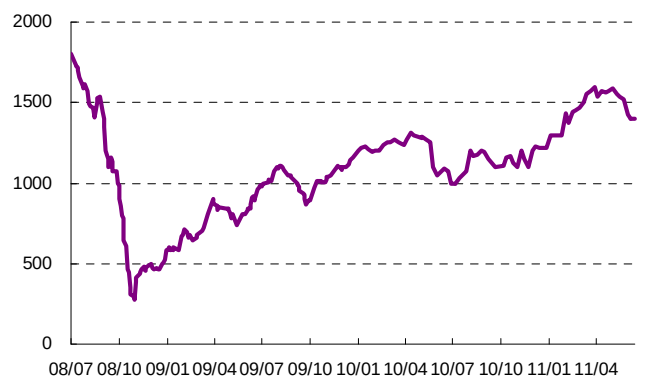
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-5 化工：1,4-丁二醇 长三角地区（元/吨）



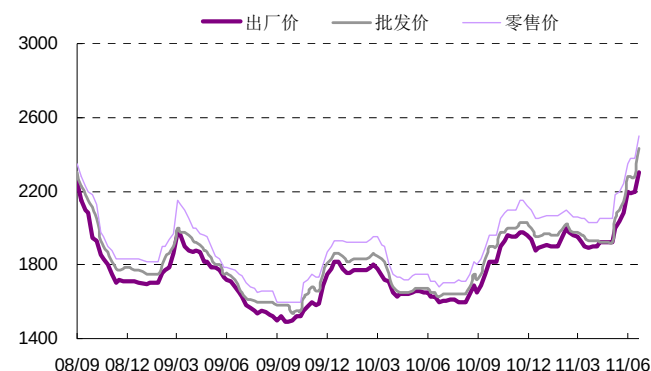
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-6 化工：丙烯（韩国 FOB）（美元/吨）



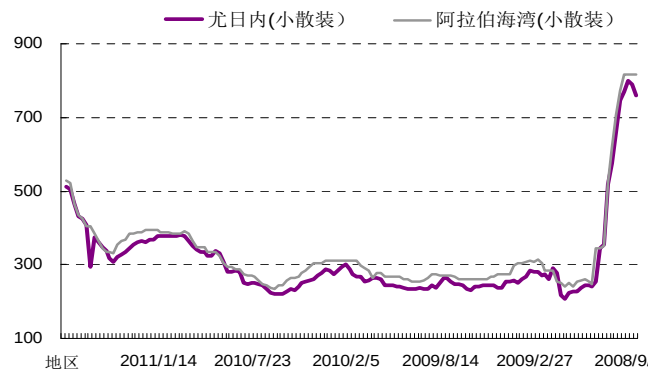
资料来源：光大证券研究所

图表 1-7 化工：国内尿素（元/吨）



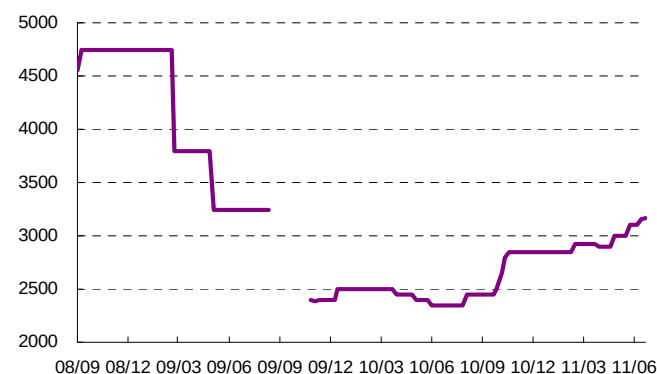
资料来源：光大证券研究所

图表 1-8 化工：国际尿素（美元/吨）



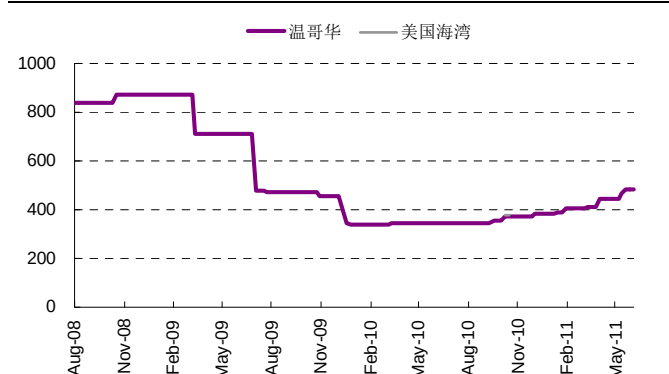
资料来源：光大证券研究所

图表 1-9 化工：盐湖钾肥出厂价（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-10 化工：国际氯化钾（美元/吨）



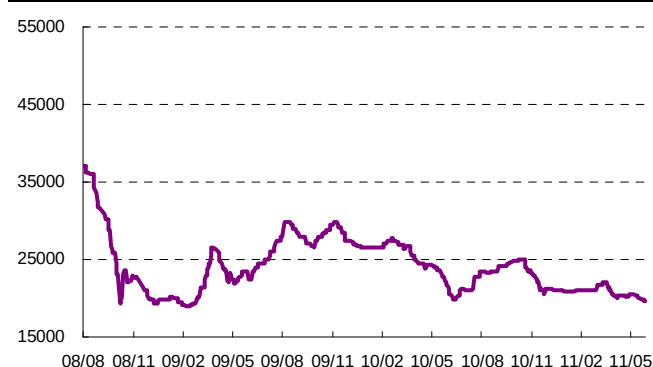
资料来源：光大证券研究所

图表 1-11 化工：聚合 MDI 地区均价（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-12 化工：TDI 长三角地区（元/吨）



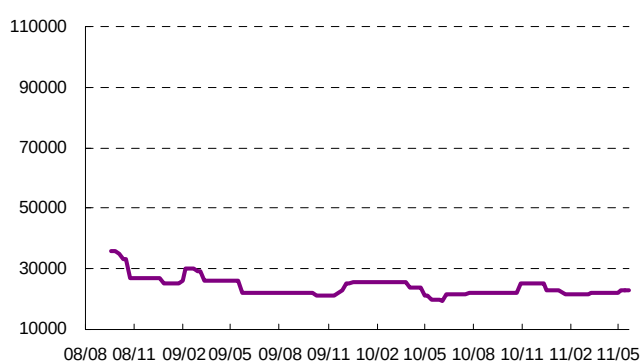
资料来源：光大证券研究所

图表 1-13 化工：黄磷 长三角地区（元/吨）

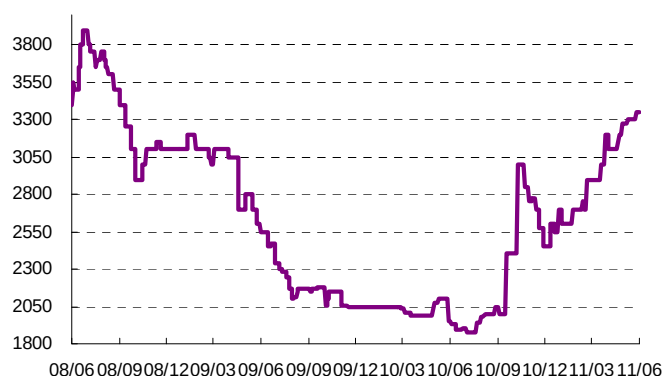


资料来源：光大证券研究所

图表 1-14 化工：草甘膦（元/吨）



图表 1-15 化工：烧碱（99%）长三角地区（元/吨）



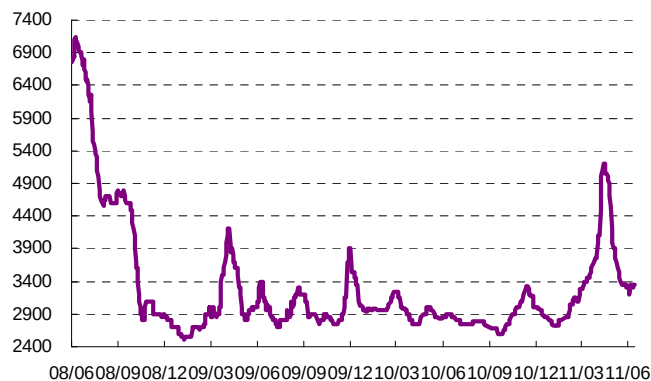
资料来源：光大证券研究所

图表 1-16 化工：PVC（乙炔法）长三角地区（元/吨）



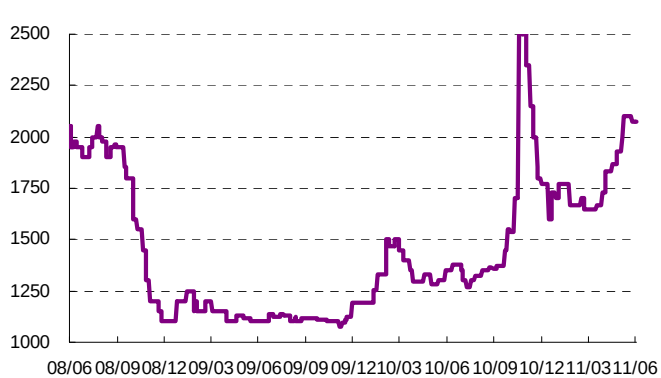
资料来源：光大证券研究所

图表 1-17 化工：醋酸 长三角地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-18 化工：纯碱（轻质） 长三角地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-19 化工：苯 长三角地区（元/吨）



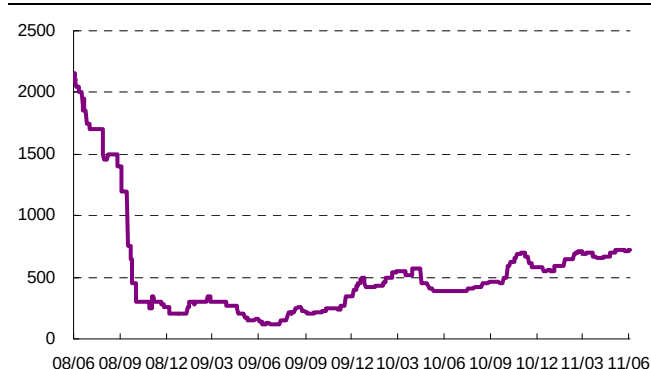
资料来源：光大证券研究所

图表 1-20 化工：有机硅 长三角地区（元/吨）



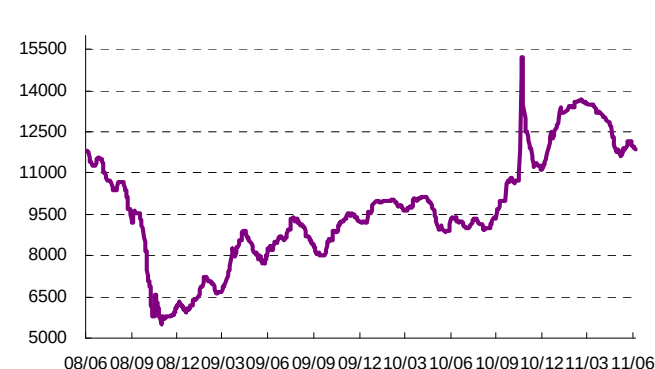
资料来源：光大证券研究所

图表 1-21 化工：硫酸（98%） 长三角地区（元/吨）



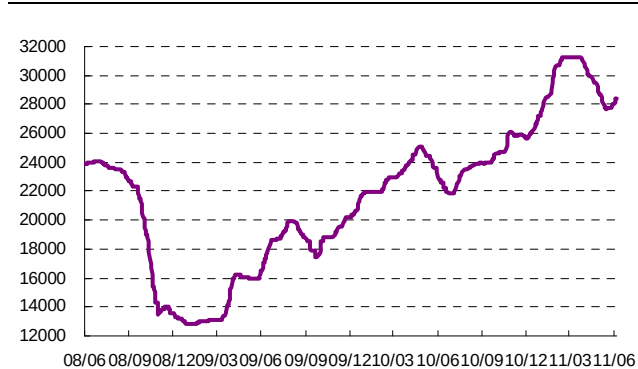
资料来源：光大证券研究所

图表 1-22 化工：PET（纤维级） 长三角地区（元/吨）



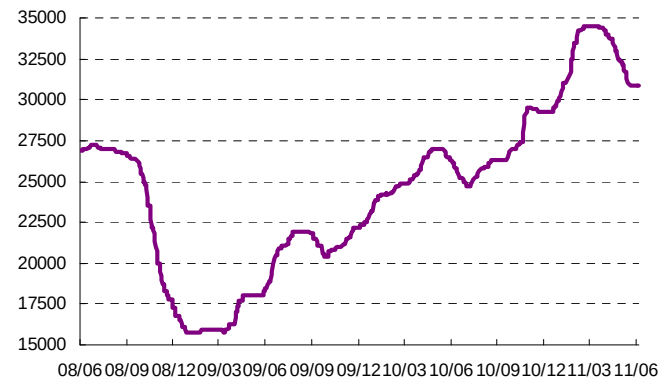
资料来源：光大证券研究所

图表 1-23 化工：PA6（常规纺）长三角地区（元/吨）



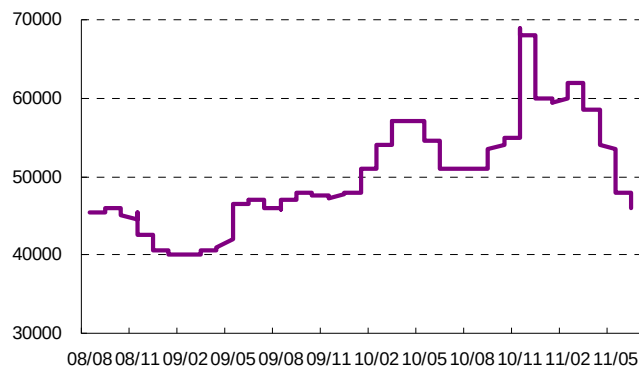
资料来源：光大证券研究所

图表 1-24 化工：PA66（长丝级）长三角地区（元/吨）



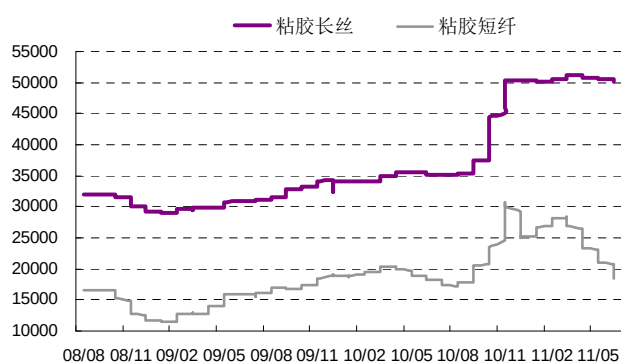
资料来源：光大证券研究所

图表 1-25 化工：氨纶（元/吨）



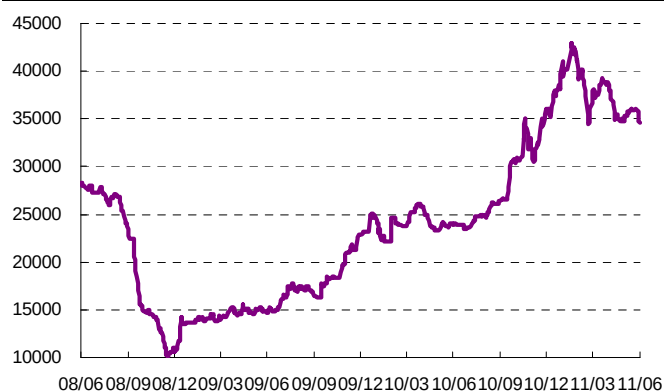
资料来源：光大证券研究所

图表 1-26 化工：粘胶纤维（元/吨）



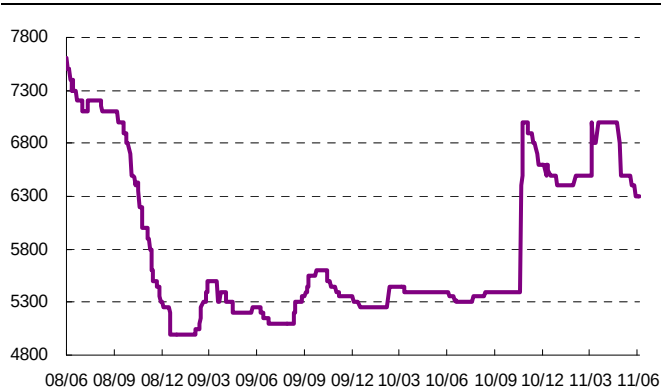
资料来源：光大证券研究所

图表 1-27 化工：天然橡胶（元/吨）



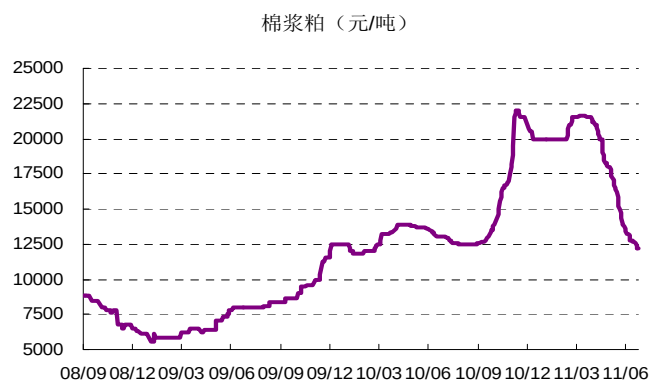
资料来源：光大证券研究所

图表 1-28 化工：DMF 长三角地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-29 化工：棉浆粕（元/吨）



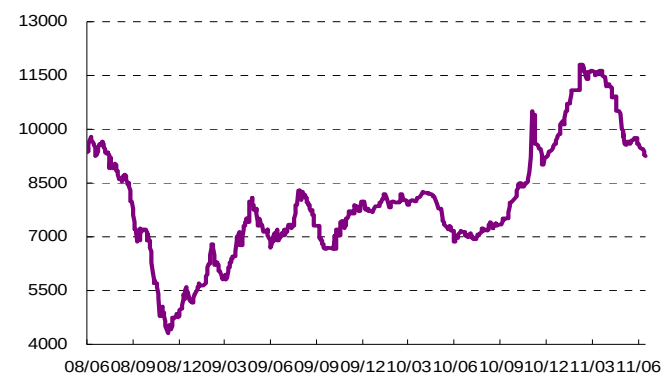
资料来源：光大证券研究所

图表 1-30 化工：环氧丙烷 长三角地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-31 化工：PTA 长三角地区（元/吨）



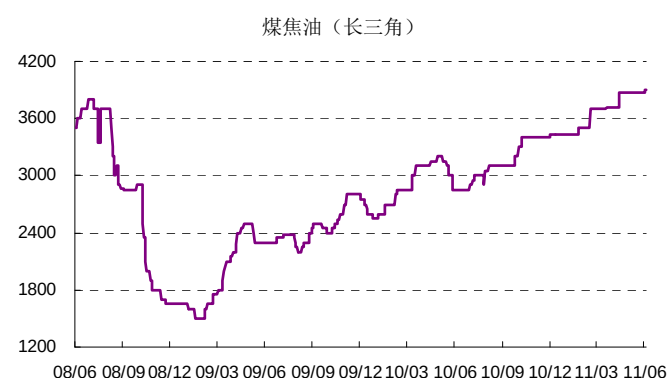
资料来源：光大证券研究所

图表 1-32 化工：37 乙二醇 EG 长三角地区（元/吨）



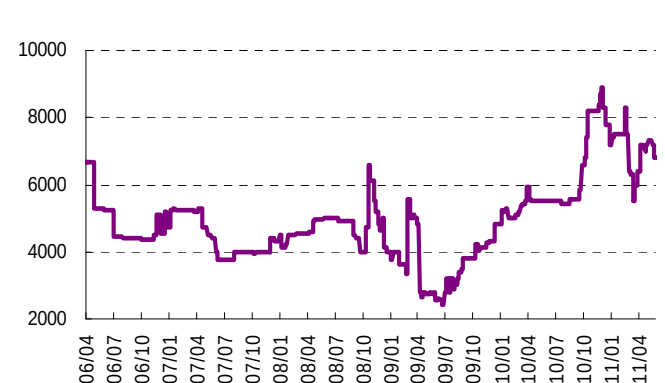
资料来源：光大证券研究所

图表 1-33 化工：43 煤焦油 长三角地区（元/吨）



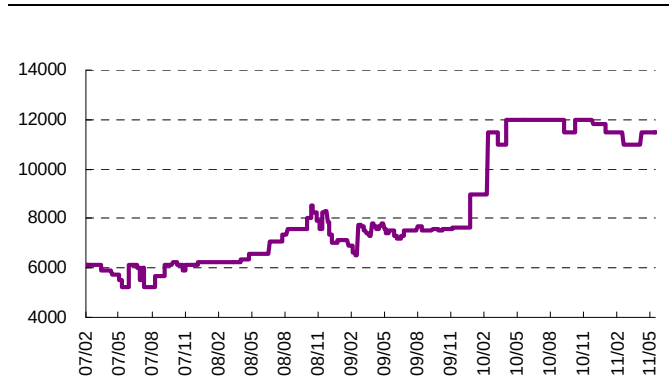
资料来源：光大证券研究所

图表 1-34 化工：二氯甲烷 华东地区（元/吨）



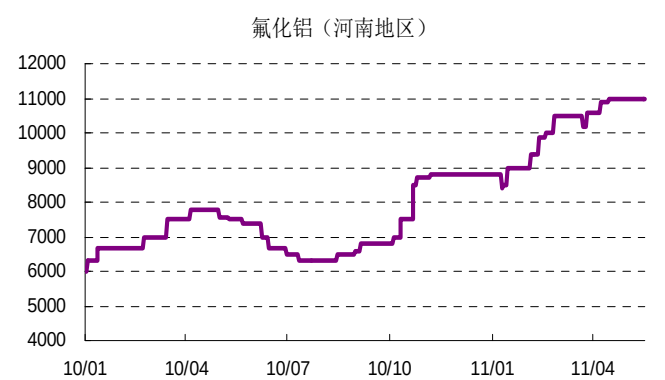
资料来源：光大证券研究所

图表 1-35 化工：三氯乙烯 华东地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-36 化工：氟化铝 河南地区（元/吨）



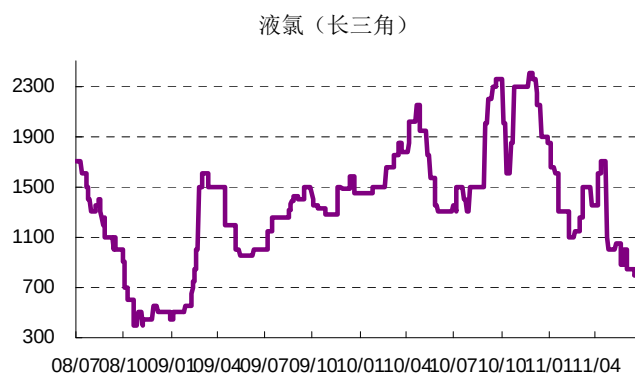
资料来源：光大证券研究所

图表 1-37 化工：冰晶石 河南地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-38 化工：液氯 长三角地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

股票名称	股票代码	评级	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2011.07.01	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
中国石化	600028	买入	8.18	0.82	0.91	1.02	10	9	8
湖北宜化	000422	买入	20.53	1.06	1.50	2.20	19	14	9
盐湖股份	000792	买入	59.18	1.44	2.50	3.15	41	24	19
烟台万华	600309	买入	18.73	0.71	1.08	1.33	26	17	14
广汇股份	600256	买入	23.80	0.35	0.60	1.01	68	40	24
滨化股份	601678	买入	17.78	0.51	1.12	1.18	35	16	15
兴发集团	600141	买入	20.78	0.50	0.70	0.98	42	30	21
浙江龙盛	600352	买入	9.59	0.55	0.90	1.29	17	11	7
安纳达	002136	买入	29.70	0.25	1.44	1.69	119	21	18
东华科技	002140	买入	28.00	0.44	0.88	1.34	64	32	21
三友化工	600409	买入	11.66	0.27	0.73	0.79	43	16	15
永新股份	002014	买入	15.52	0.66	0.85	1.10	24	18	14
海利得	002206	买入	13.19	0.34	0.65	0.95	39	20	14
内蒙君正	601216	买入	24.30	0.76	1.39	1.97	32	17	12
中泰化学	002092	买入	13.19	0.25	0.60	0.84	53	22	16
天原集团	002386	买入	13.84	0.23	0.60	1.03	60	23	13
天马精化	002453	买入	33.21	0.48	1.00	1.50	69	33	22
新都化工	002539	买入	29.71	0.92	1.39	1.83	32	21	16
黑猫股份	002068	买入	14.84	0.18	0.75	1.05	82	20	14
丹化科技	600844	增持	17.63	0.02	0.13	1.02	882	136	17
紫江企业	600210	买入	5.92	0.47	0.48	0.59	13	12	10
雅化集团	002497	买入	18.72	0.51	0.76	1.05	37	25	18
久联发展	002037	买入	24.41	0.65	1.04	1.43	38	23	17
江苏国泰	002091	买入	19.44	0.49	0.71	0.98	40	27	20
风神股份	600469	买入	12.02	0.41	0.85	1.06	29	14	11
上海家化	600315	增持	36.88	0.65	0.88	1.26	57	42	29

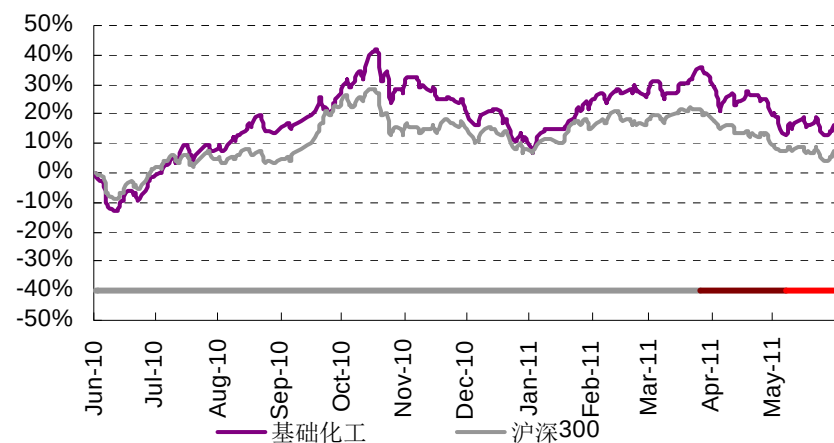
资料来源：光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

基础化工



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2011-04-18	买入
2011-04-25	买入
2011-05-03	买入
2011-05-09	买入
2011-05-16	买入
2011-05-22	买入
2011-05-30	增持
2011-06-07	增持
2011-06-13	增持
2011-06-20	增持
2011-06-26	增持

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com