

基础化工

配置白马标的，买入新技术、新材料股

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：

近期硝酸、环氧丙烷及下游聚酯、磷矿石等产品继续走强，上游原材料价格普遍回调。受浓硝酸涨价影响较大的是金禾实业。环氧丙烷长期向好趋势确立，看好滨化股份。磷矿石作为稀缺资源，相关保护政策出台预期将成为磷矿石价格和相关公司股价上涨的催化剂，关注云天化、兴发集团、湖北宜化。短期原材料价格下跌，利好偏下游的类消费板块，如民爆（久联发展、雅化集团）、塑料（沧州明珠）等。

2) 个股观点：

在市场震荡的情况下，建议配置白马股，逢低买入新技术、新材料和类消费股等长期投资标的。白马股标的：湖北宜化、滨化股份、烟台万华、三友化工；新技术标的：东华科技、鼎龙股份；新材料标的：海利得、沧州明珠。

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，中国石化(20%)、湖北宜化(20%)、兰太实业(20%)、烟台万华(20%)、滨化股份(20%)

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	PE (倍)		
		(%)	(元)	2010A	2011E	2012E
中国石化	600028	20	7.16	9	8	7
湖北宜化	000422	20	21.35	20	14	10
兰太实业	600328	20	12.49	83	62	13
烟台万华	600309	20	16.99	24	16	13
滨化股份	601678	20	18.08	35	16	15

另外，基于小市值和事件驱动研究，我们推出中小盘成长类和交易型组合如下：

高盟新材、海利得、鼎龙股份、黑猫股份、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	PE (倍)		
		(%)	(元)	2010A	2011E	2012E
久联发展	002037	25.0	23.75	37	23	17
海利得	002206	20.0	12.98	38	20	14
黑猫股份	002068	15.0	14.33	80	19	14
雅化集团	002497	15.0	20.88	41	27	20
鼎龙股份	300054	15.0	38.52	80	54	22
高盟新材	300200	10.0	18.43	50	31	19

(注：调入鼎龙股份，投资要点详见后面的重点标的动态)

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

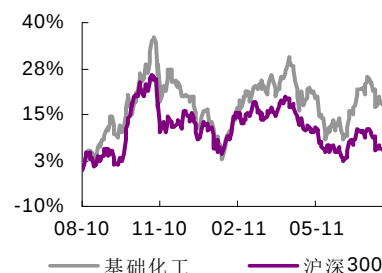
朱晨

021-22169317

zhuc@ebcn.com

名称	价格	一周涨跌幅%
NYMEX 原油	85.3	-1.8%
NYMEX 天然气	4.11	4.3%

行业与上证指数对比图



3、投资策略

配置白马股，逢低买入新技术、新材料股

二、盈利预测调整：

鼎龙股份 11/12/13 年 EPS 分别为 0.71/1.73/2.75 元/股（新覆盖）

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	85.3	-1.81%	-13.00%	本周油价上演急跌反弹，周初受美债评级下调危机的影响以及美国经济疑虑拖累下大幅下跌，最低跌至10月新低点75.71美元。后再欧美政府护盘及库存数据支撑下重新反弹。油价上蹿下跳下石化产品涨跌不一，但市场信心已较脆弱。		
	NYMEX 天然气	4.11	4.31%	-5.08%			
	国际石脑油	99.75	1.61%	-4.16%			
	国际乙烯	1191	-0.83%	3.47%			
	国际丙烯	1491	-6.28%	4.92%			
	国际苯乙烯	1487.25	-1.76%	5.51%			
	甲苯	8600	-2.54%	1.17%			
	二甲苯	9500	-0.52%	3.54%			
	纯苯	8300	-4.05%	4.40%			
	间苯二酚	41000		-0.49%			
化肥	液氨	3630		9.01%	油价震荡回落下国际尿素价格承压小幅走低，国内市场需求支撑下价格维持。值得关注的是，需求拉动硝酸继续强势上涨，带动硝酸铵出现小涨。其余化肥类产品本周基本持平。	金禾实业、云天化、湖北宜化、新都化工、双环科技、盐湖股份	硝酸涨价利好金禾实业，100元弹性为0.11元。湖北出台磷矿“限采”新政后部分区域磷矿价格已经出现上涨趋势，我们认为磷矿作为紧缺资源，中国可能继美国后进行强制资源保护，政策出台预期将成为磷矿价格上涨的催化剂，关注云天化、兴发集团、湖北宜化，其中云天化集团含磷矿资源5亿吨，年产能1000万吨，目前存在注入预期值得关注。氮肥持续高位印证我们之前的观点，涨价标的：湖北宜化、双环科技、新都化工。
	国际尿素	462.5	-2.63%	-1.59%			
	国内尿素	2260		-0.87%			
	三聚氰胺	9200		-4.16%			
	氯化铵	1200		9.09%			
	硝酸	2300	6.97%	20.41%			
	硝酸铵	2750	1.85%	1.85%			
	国际氯化钾	488					
	国际硫酸钾	598					
	盐湖氯化钾（62%）	3350		1.51%			
	罗布泊硫酸钾（51%）	3600					
	磷矿石	460		2.22%			
	磷酸二铵（64%）	3350		1.51%			
	国际硫磺	227.5		-1.08%			
	国内硫磺	1760		-4.34%			
	氯基复合肥（45%）	2650		3.92%			
	硫基复合肥（45%）	2900		1.75%			
	硫酸（98%）	680		4.61%			
	磷酸（工业 85%）	4650		-6.06%			
	黄磷	14950		-1.64%			
氯碱	液氯	600	20.00%		出口需求减少拖累烧碱价格进入下行通道，在需求不振下短		
	原盐	330					
	烧碱 32%离子膜	755	-4.43%	-11.95%			

	烧碱 30%隔膜	710		-11.80%	期恐继续疲软。油价宽幅震荡下跌下，PVC 价格短线恐继续承压。		
	电石	4100					
	PVC（电石法）	7750	-1.52%	-1.39%			
	PVC（乙烯法）	8450	-0.58%	-2.87%			
纯碱	轻质纯碱	1950			湖南限电下全省纯碱开工率降至 5-7 成，本周部分厂家跟进调涨价格。预计短期纯碱价格将维持坚挺。	兰太实业、双环科技、三友化工	优选具资源优势的高弹性纯碱标的：兰太实业、双环科技、三友化工
	重质纯碱	2025					
聚酯	对二甲苯(PX)	11800		7.27%	油价震荡回落下聚酯产品本周小幅小跌，前期炒作气氛浓厚的乙二醇价格回落明显。	海利得	成长股海利得未来超额收益较大。
	PTA	9600	-0.26%	6.08%			
	乙二醇	9530	-3.35%	5.19%			
	PET 切片	12300	-1.20%				
聚氨酯	苯胺	10550		7.65%	如我们前期报告判断，环氧丙烷 7 月中旬后触底翻红，在旺季消费支撑下进入上升通道，连续两周环氧丙烷和聚醚同涨反映出产业链成本转嫁通畅，预期环氧丙烷 8-9 月将维持强势。	滨化股份	环氧丙烷价格已进入上升通道，关注滨化股份。行业角度看，虽然预期明年进口供应将增加，但在供应增速缓慢下明年环氧丙烷供需缺口维持。
	TDI	18800		-2.59%			
	聚合 MDI	15600		-2.19%			
	纯 MDI	18550		-0.80%			
	1,4-丁二醇（BDO）	24250		10.22%			
	PTMEG	30000	-0.66%	-0.66%			
	己二酸	19000		18.75%			
	甲乙酮	9950	-1.97%	-10.36%			
	己内酰胺	27200		-1.09%			
	环氧乙烷	12000	1.69%	1.69%			
	环氧丙烷	16300	1.24%	13.98%			
	软泡聚醚	16750	2.13%	11.66%			
	硬泡聚醚	15100	2.37%	7.85%			
化纤	粘胶长丝	45800	-0.43%	-5.57%	大宗原材料宽幅震荡下本周化纤类涨跌不一。		油价不明确下可关注超纤板块，其售价长期确定且将受益于原材料价格走低，防御性强。具体标的包括华峰超纤、双象股份，合成革板块的安利股份也可关注。
	粘胶短纤	18300	1.95%	2.52%			
	氨纶 40D	44500		-2.20%			
	涤纶短纤	13000	-0.38%	4.00%			
	棉浆粕	11150	1.36%	6.19%			
	PA6	30000	-0.66%	2.04%			
	PA66	32500		2.85%			
甲醇	甲醇	3000	-2.44%	4.90%	几大工厂护盘下醋酸价格超跌反弹，短期仍将维持平稳。		
	甲醛	1620		1.25%			
	醋酸	3770	6.20%	-0.79%			
	DMF	6300		3.28%			
氟化工	萤石粉	2550		-8.92%	下游制冷剂进入需求淡季，且部分低价进口货源入市，氟化工主要产品继续深度下跌，且本周跌幅有加剧。		
	55%氢氟酸	6900					
	二氯甲烷	5500	-1.79%	-6.78%			
	三氯乙烯	11000	-3.51%	-4.35%			
	R22	24000	-7.69%	-11.11%			
	R134a	56000	-8.20%	-8.20%			
	氟化铝	9850	-0.51%				
	冰晶石	8300					

钛白粉	钛精矿	2450	-2.00%	-2.00%	钛白粉国内外价格有所分化，杜邦及康诺斯宣布9月1日起全球钛白粉价格再度上调15%（大约700美元），而国内部分硫酸法钛白粉企业则下调500-1000元/吨。我们认为短期国内价格调整无碍钛白粉价格整体向上格局。	佰利联	
	锐钛型	19400					
	金红石	23100					
橡胶	天然橡胶	34100	-1.16%	-0.58%	大宗市场普跌下天胶不能幸免，拖累合成胶价格本周下跌。丁二烯继续维持强势。	齐翔腾达	
	国际丁二烯	4215		10.92%			
	丁苯橡胶	33800	-1.16%	2.42%			
	顺丁橡胶	34900	-2.51%	2.04%			
农药	纯吡啶	26750		-2.72%			
	草甘膦	21350		0.71%			
杂项	煤焦油	3250		8.33%			
	炭黑	7800					
	PVA	16300	0.61%	10.13%			
	甲基环硅氧烷	19300	-1.03%	1.58%			

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：

鼎龙股份：中报符合预期，期待年底彩色聚合碳粉发力

1、中报符合预期，现有主营电荷调节剂下半年将提速

公司中期业绩基本符合我们预期，分产品来看，次氯酸钙和显色剂收入增幅较快，分别达到37.30%和29.48%，而电荷调节剂收入增幅为6.24%，但是毛利率提升了2个百分点。

公司现有业务来看，电荷调节剂扩产项目预计8月份调试达产，产能由原来450万吨扩至1500吨，电荷调节剂下游市场封闭，高技术壁垒导致竞争受限，预计未来毛利率仍能维持，中报也符合这一预期，预计下半年随着电荷调节剂产能释放，电荷调节剂产品的增长将提速。

2、彩色聚合碳粉快马加鞭，预计年底试产，产业化成功将带来爆炸式成长

中报披露公司彩色聚合碳粉，小规模生产线正持续进行产品质量检测及市场推广、客户评价工作。产业化项目的设备采购及到货验收已完成，主体厂房建设预计本年9月底可完成，设备安装及试生产工作将随即展开。该项目进度符合我们预期，我们认为公司彩色聚合碳粉的产业化项目成功，将给公司带来爆炸式业绩增长和估值提升。

3、现有主业贡献安全边际，建议继续关注公司彩色聚合碳粉的项目进

度

公司中报基本符合预期，下半年随着电荷调节剂新增产能释放，电荷调节剂产品的增速将提升，而随着公司彩色聚合碳粉产业化项目的逐渐临近，市场预期一旦成功，将给公司带来爆炸式的业绩增长和估值提升，按照吨净利 15 万/吨测算，则每实现 100 吨销售，贡献 EPS0.15 元，对业绩贡献和估值提升巨大。而现有电荷调节剂业务以极强的性价比优势，快速抢占市场，提供公司股价安全边际，预计现有业务 11、12 年贡献 EPS 分别为 0.71 和 1.01 元。假设 12 年彩色聚合碳粉投产成功，12、13 年分别销售 480 吨和 960 吨，则 11~13 年 EPS 分别为 0.71、1.73 和 2.75 元，建议继续关注公司彩色聚合碳粉的项目进度。

兰太实业：盐湖资源价值值得挖掘，低成本纯碱形成业绩拐点

1、公司依托青海柯柯及内蒙古吉兰泰两大盐湖资源，未来综合利用潜力巨大

公司拥有青海柯柯盐湖 12.2 平方公里的盐湖资源，其是不为市场关注的巨大宝藏。据查盐湖固体矿层及卤水储量分别达到 10.3 亿吨和 2.39 亿吨，计算得其中仅氯化钠就含有 7.93 亿吨，其余包括氯化钾 365 万吨以及丰富的镁资源等。且青藏铁路专用线直达，交通便利。目前依托中国科学院青海盐湖所，当地已形成了对该盐湖的综合开发利用方案，未来盐湖开发将逐步摆脱原盐开采的初级阶段，深入开发硫酸钾及镁盐等系列产品。

除柯柯盐湖外，公司内蒙古吉兰泰盐湖原盐开采成本极低（仅 60 元/吨），目前吨净利约 90 元，未来公司将充分受益于井矿盐成本推动的原盐价格上涨。

2、年内投产的青海昆仑碱业 100 万吨/年纯碱由于低成本将带来公司的业绩拐点

公司控股 51% 的青海昆仑碱业 100 万吨纯碱项目将于今年 8 月试车，年内投产。昆仑碱业拥有青海柯柯盐湖的丰富资源，还拥有当地的煤矿和石灰石矿，其完全成本约 600 元/吨，按目前市场价格吨净利超过 500 元。假设 12 年纯碱年均出厂价格在 1600 元/吨（含税），负荷 90%，昆仑碱业可贡献业绩 0.66 元/股，这将带来公司的业绩拐点。

3、手握两盐湖及丰富煤炭资源，潜在高弹性纯碱标的，给予“买入”评级，目标价 20 元

我们认为公司手握两大盐湖资源，其中柯柯盐湖开发有望从目前原盐开采的初级阶段向综合利用方向发展；12 年后公司 100 万吨/年纯碱项目及内蒙煤炭项目将开始贡献业绩；另外公司作为央企中国盐业总公司旗下上市公司平台，资本运作空间巨大。

预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.20/0.99/1.35 元。考虑到公司的资源属性、经营拐点已现，可给予一定的估值溢价。而且公司 12 年开始迎来爆发式发展，可参考 12 年业绩进行估值，我们给予公司“买入”的投资评级，给予 12 年 20 倍 PE，目标价格 20 元。

高盟新材：聚氨酯胶粘剂龙头企业，积极开拓新兴胶粘剂应用领域引爆成长

1、聚氨酯胶粘剂龙头，积极涉足高铁、新能源等新兴领域

公司是国内聚氨酯胶粘剂龙头企业，公司现在和未来主要的业务都将围绕聚氨酯胶粘剂展开。目前公司的核心业务可以分为三大块：（1）塑料软包装领域（2）高铁专用胶（3）油墨粘结料领域。同时公司依托突出的自主研发能力，开发反光材料、太阳能背板胶等新兴应用领域，未来将逐渐进入收获期。

2、塑料软包装领域用胶稳定增长，高铁专用胶明后年发力，太阳能背板胶等新兴应用领域提供长期增长。

塑料软包装领域用胶占公司收入和利润的 80% 以上，主要用于超市食品包装袋、药品包装袋等领域，包装业务预计将保持 15%-20% 的稳定增长，毛利率预计在 24% 以上。

高铁专用胶今年由于受到铁道部人事变动的影响，招标往后拖延，预计今年高铁专用胶的销量会低于预期，但是今年的缺失量可能会在明年得以弥补，高铁专用胶将在明年发力，保守预计今明年销量在 3000 吨和 4500 吨，毛利率在 35% 左右。

随着国家对食品安全的重视以及相关环保标准的提高，对无苯无酮的聚氨酯油墨粘结料将形成实质利好，一旦国家出台强制性标准，对公司产品将形成巨大的利好，去年和今年由于油墨粘结料中部分产品（IPDI 等）价格大幅上涨，因此公司油墨粘结料的毛利率出现下滑，预计今年毛利率和去年持平，但是销量有望超市场预期，预计今明两年销量在 2500 吨和 4000 吨，毛利率 25% 左右。

其他新兴领域来看，太阳能胶这块目前正在下游客户认证，这块领域毛利率较高（60%-70%），此外公司未来会向水利建设、机场建设、高速公路建设等领域进展，从而为公司长期发展提供持续动力。

3、投资建议

我们初步预计公司 2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.59 元、0.97 元、1.29 元，如果今年高铁订单能在明年得以弥补，或者太阳能胶有突破，销售情况良好，明年业绩将超市场预期，我们认为可以给予公司 12 年 25 倍 PE，合理股价 24.25 元，给予“买入”的投资评级，目标价格 24 元。

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。

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较一季度有较大提升。

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。

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、维持“买入”的投资评级，给予目标价 23 元：

预计公司 11-13 年 EPS 1.06 元、1.30 元、1.85 元，考虑到未来 3 年 MDI 有序竞争格局延续且行业需求稳定增长，我们维持对公司“买入”评级，给予公司目标价 23 元。

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。

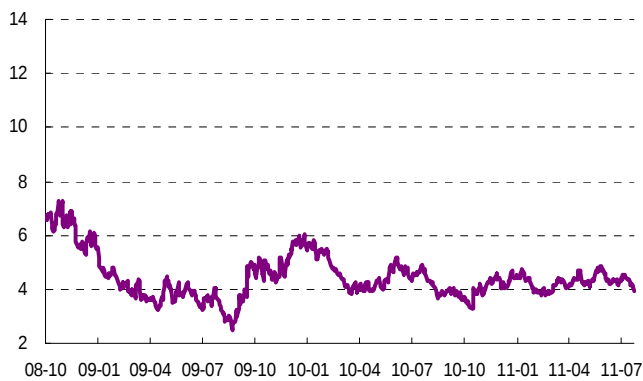
2、帘子布及配套项目将成为公司新的利润增长点：

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：

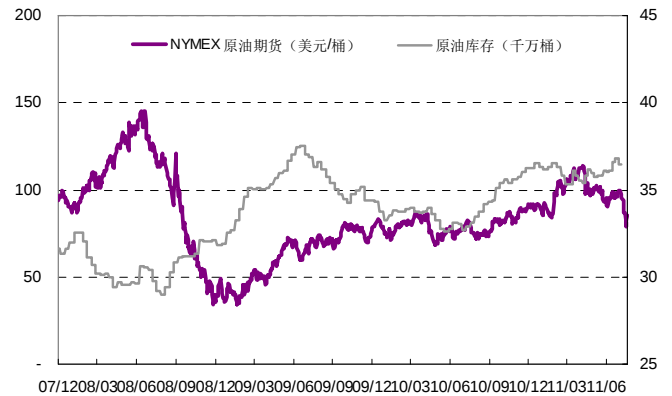
预计公司 11、12 年的每股收益分别为 0.65、0.95 元/股，未来公司的利润敏感性影响最大的因素还是涤纶工业丝产品的销量及毛利率，我们认为公司有能力消化绝大部分的产能及保持产品毛利率的稳定。我们看好公司的精细化管理能力及向下游拓展的战略，给予公司“买入”的投资评级，给予目标价 18 元。

图 表 1-1 化 工：NYMEX 天然 气（期 货）（美 元/mmbtu）



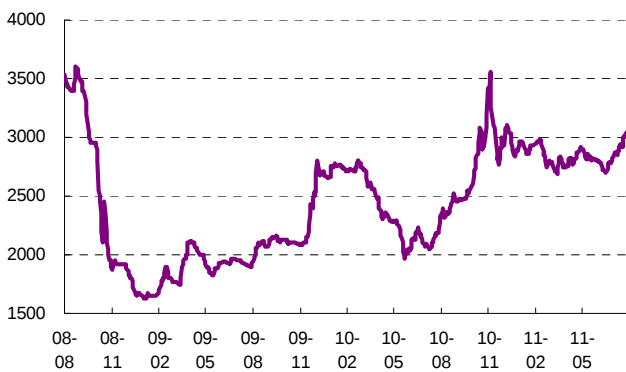
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-2 化 工：NYMEX 原 油 期 货 和 原 油 库 存



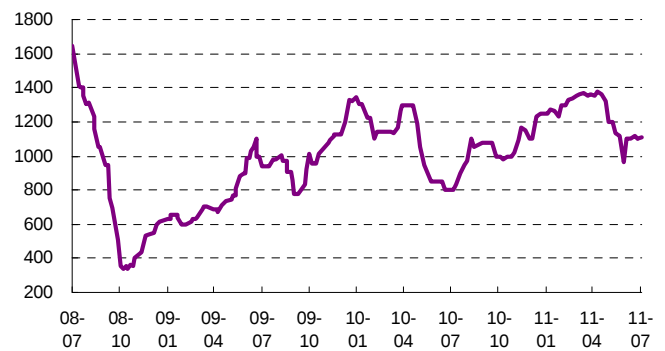
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-3 化 工：甲 醇 长 三 角 地 区（元/吨）



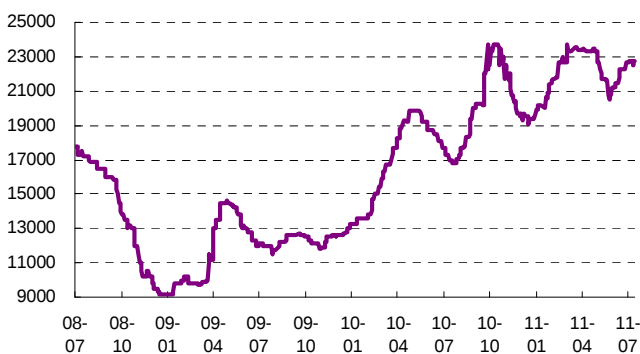
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-4 化 工：乙 烯（韩 国 FOB）（美 元/吨）



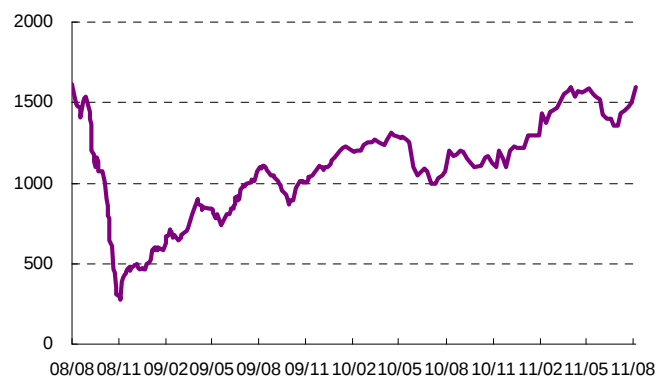
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-5 化 工：1,4-丁 二 醇 长 三 角 地 区（元/吨）



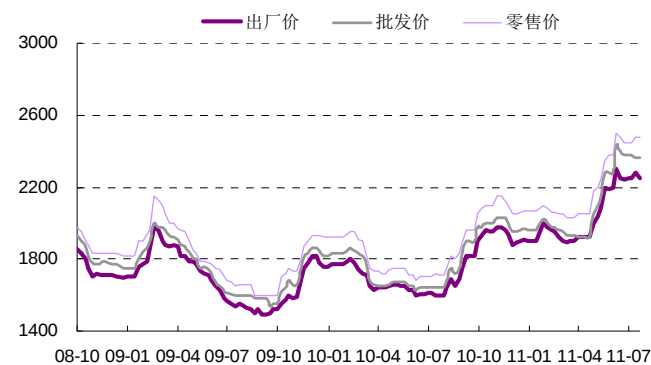
资料来源：光大证券研究所

图 表 1-6 化 工：丙 烯（韩 国 FOB）（美 元/吨）



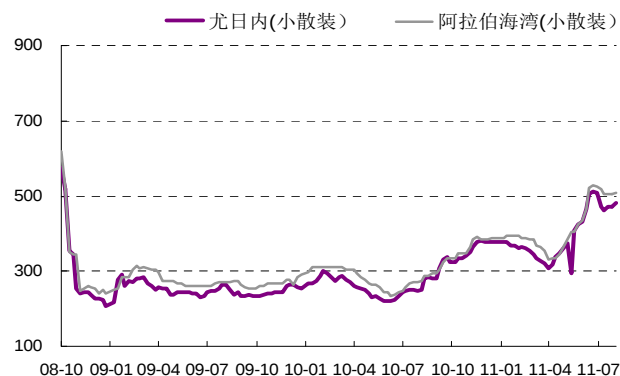
资料来源：光大证券研究所

图表 1-7 化工：国内尿素（元/吨）



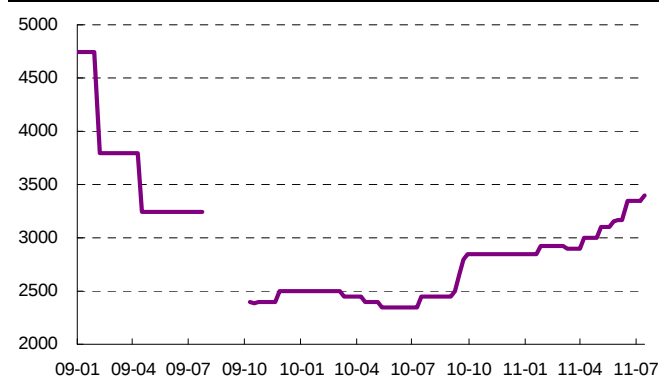
资料来源：光大证券研究所

图表 1-8 化工：国际尿素（美元/吨）



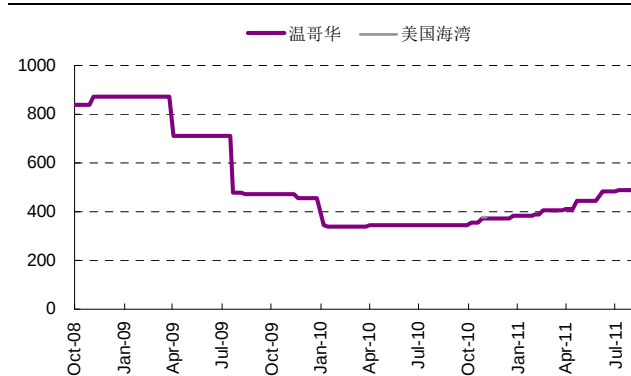
资料来源：光大证券研究所

图表 1-9 化工：盐湖钾肥出厂价（元/吨）



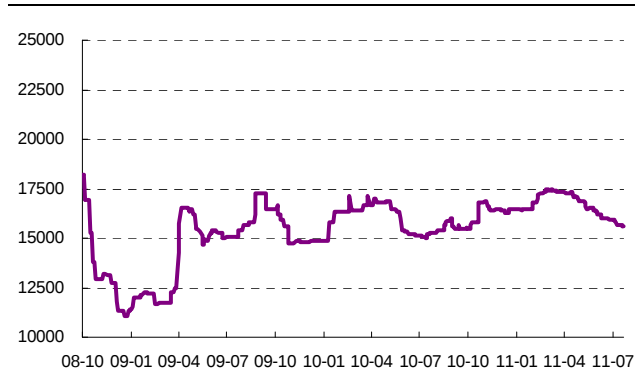
资料来源：光大证券研究所

图表 1-10 化工：国际氯化钾（美元/吨）



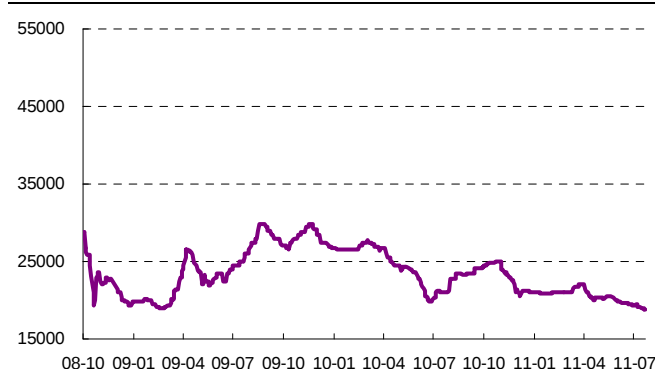
资料来源：光大证券研究所

图表 1-11 化工：聚合 MDI 地区均价（元/吨）



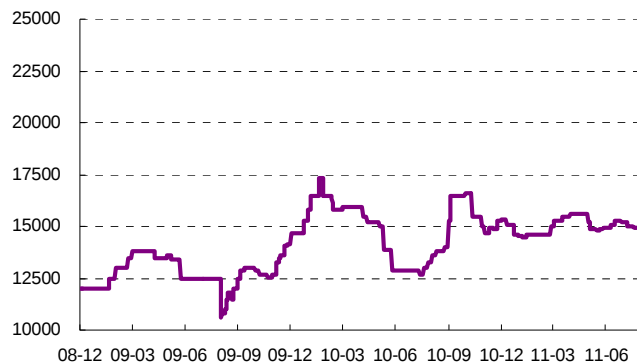
资料来源：光大证券研究所

图表 1-12 化工：TDI 长三角地区（元/吨）



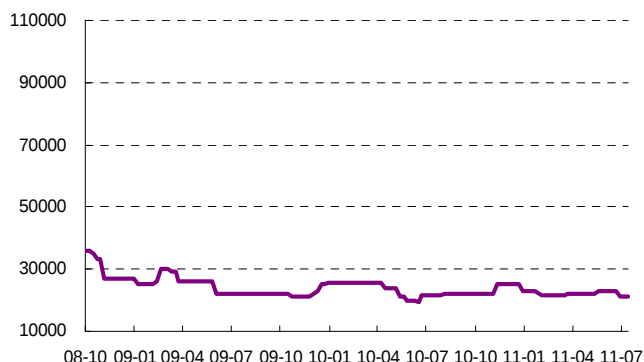
资料来源：光大证券研究所

图表 1-13 化工：黄磷 长三角地区（元/吨）



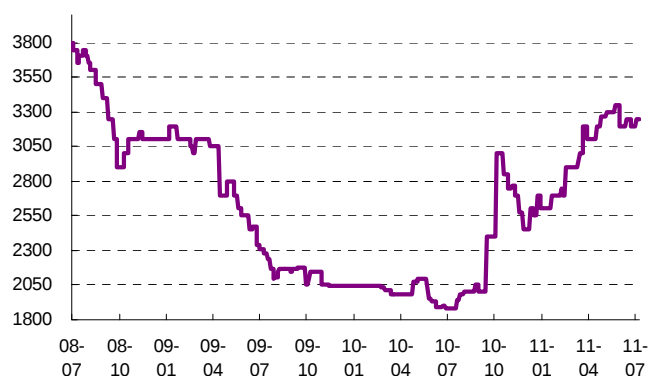
资料来源：光大证券研究所

图表 1-14 化工：草甘膦（元/吨）



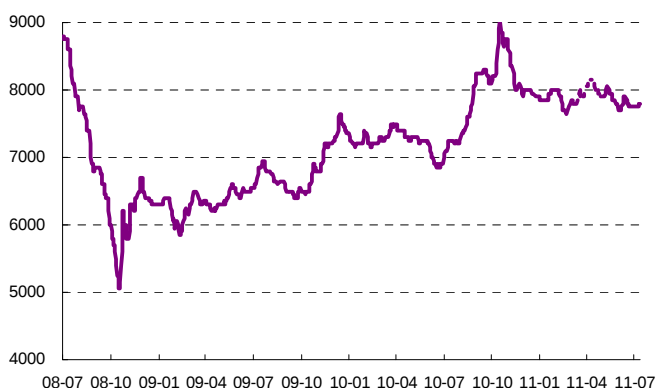
资料来源：光大证券研究所

图表 1-15 化工：烧碱（99%）长三角地区（元/吨）



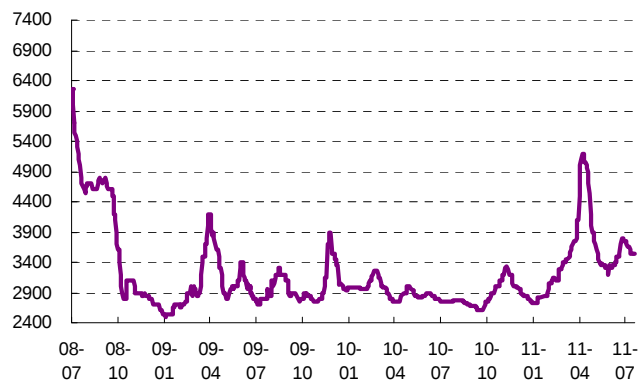
资料来源：光大证券研究所

图表 1-16 化工：PVC（乙炔法）长三角地区（元/吨）



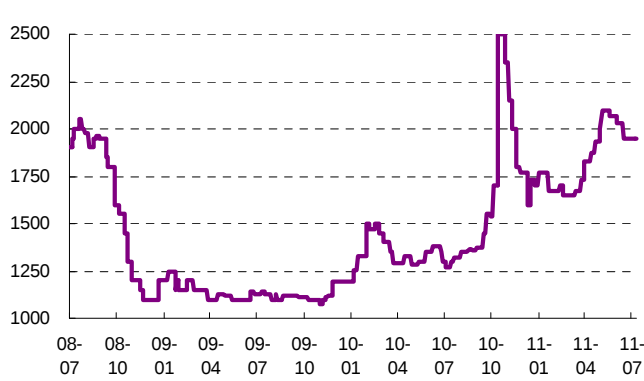
资料来源：光大证券研究所

图表 1-17 化工：醋酸 长三角地区（元/吨）



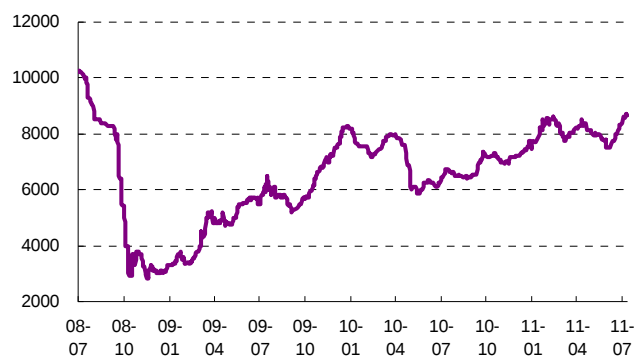
资料来源：光大证券研究所

图表 1-18 化工：纯碱（轻质） 长三角地区（元/吨）



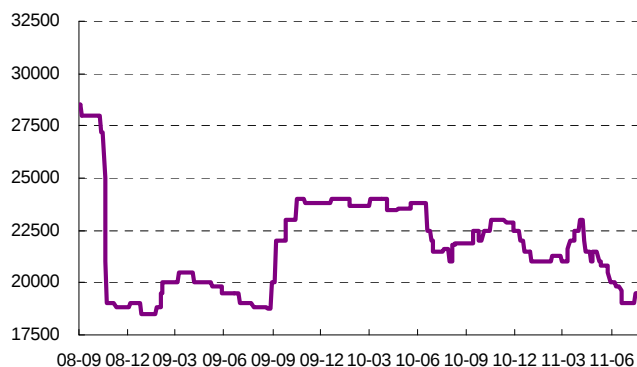
资料来源：光大证券研究所

图表 1-19 化工：苯 长三角地区（元/吨）



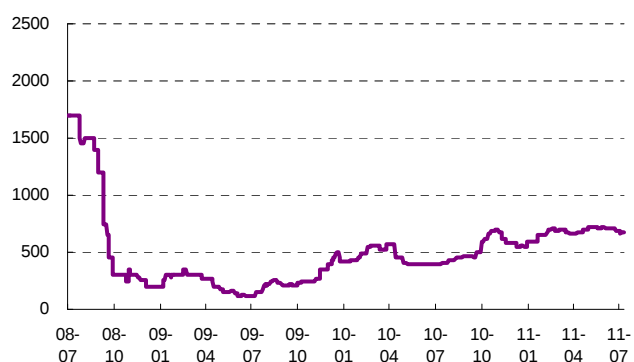
资料来源：光大证券研究所

图表 1-20 化工：有机硅 长三角地区（元/吨）



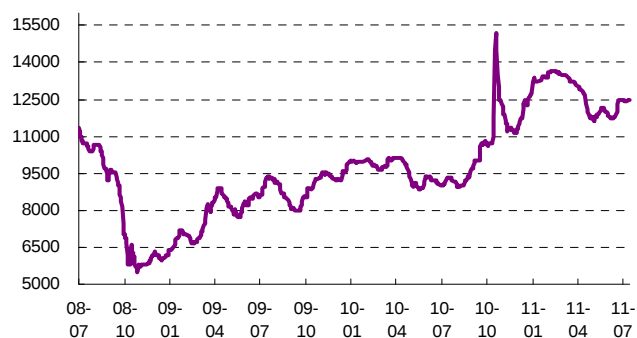
资料来源：光大证券研究所

图表 1-21 化工：硫酸（98%） 长三角地区（元/吨）



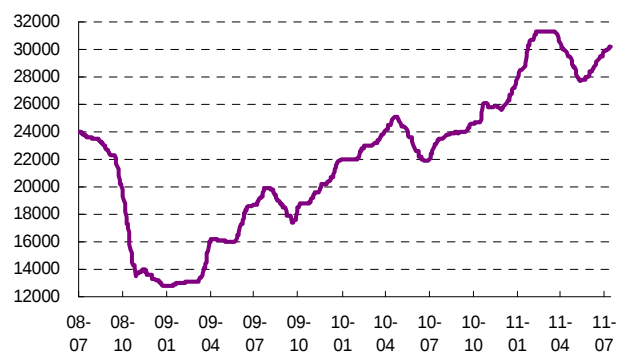
资料来源：光大证券研究所

图表 1-22 化工：PET（纤维级） 长三角地区（元/吨）



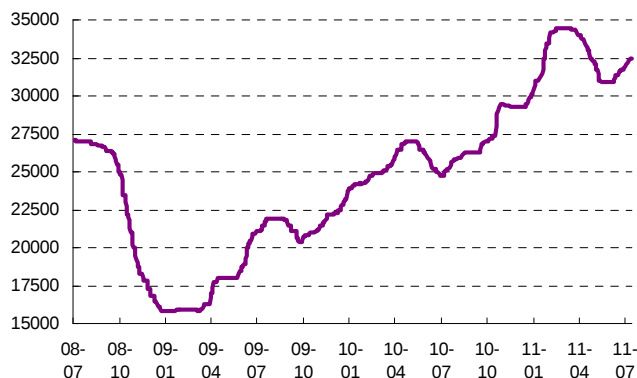
资料来源：光大证券研究所

图表 1-23 化工：PA6（常规纺）长三角地区（元/吨）



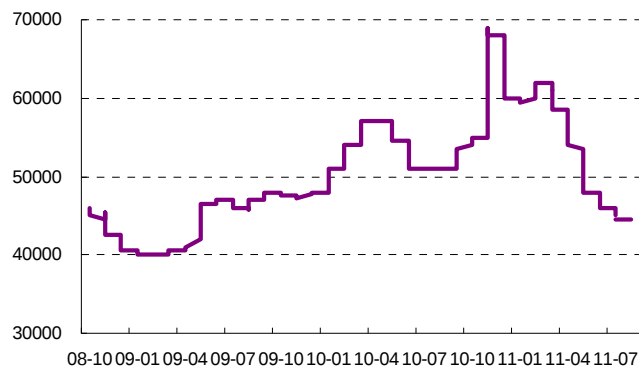
资料来源：光大证券研究所

图表 1-24 化工：PA66（长丝级）长三角地区（元/吨）



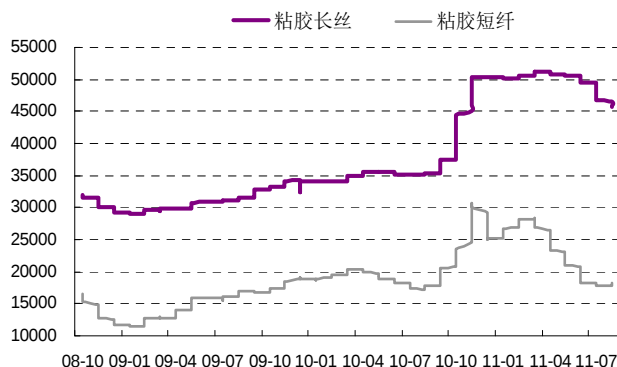
资料来源：光大证券研究所

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）



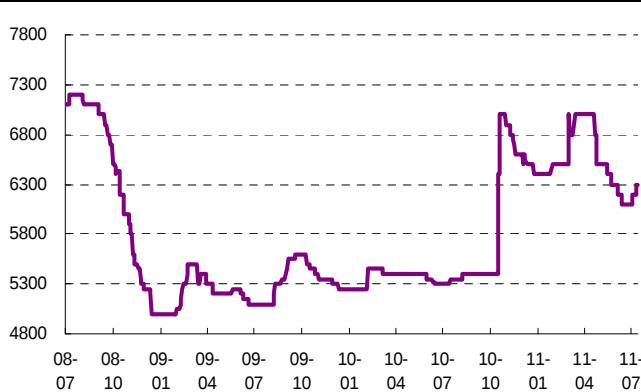
资料来源：光大证券研究所

图表 1-27 化工：天然橡胶（元/吨）



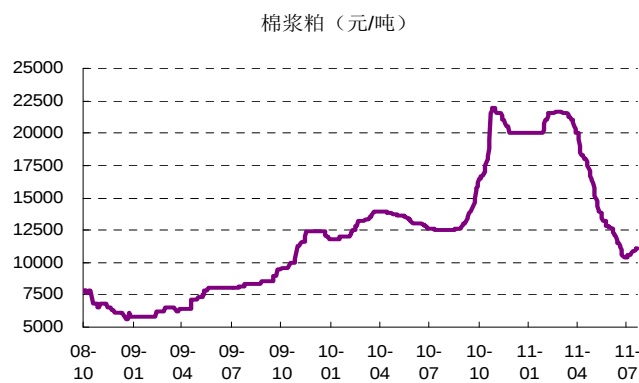
资料来源：光大证券研究所

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）



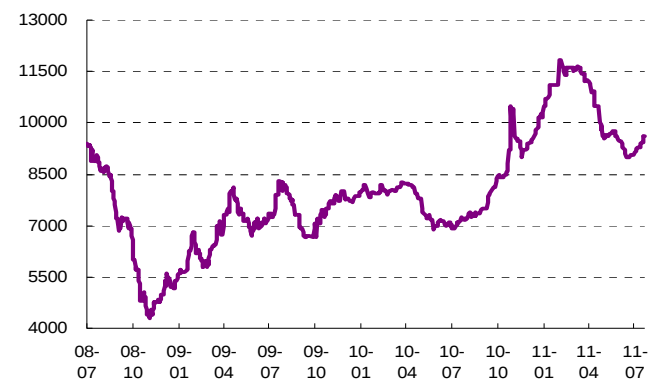
资料来源：光大证券研究所

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）



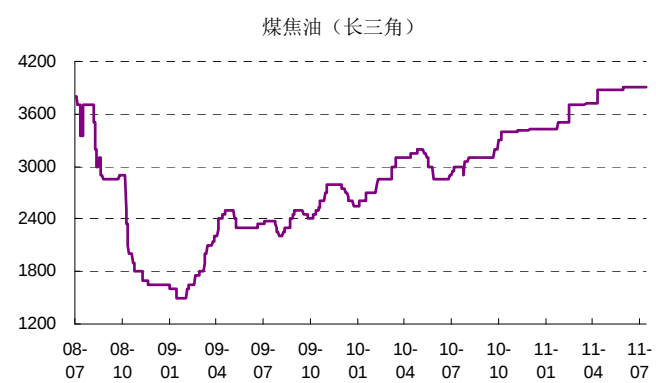
资料来源：光大证券研究所

图表 1-32 化工：37 乙二醇 EG 长三角地区（元/吨）



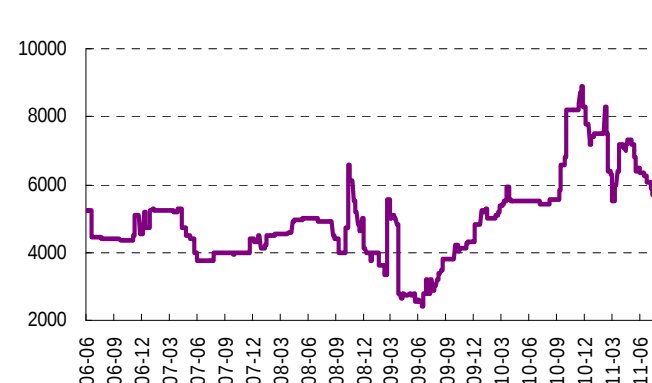
资料来源：光大证券研究所

图表 1-33 化工：43 煤焦油 长三角地区（元/吨）



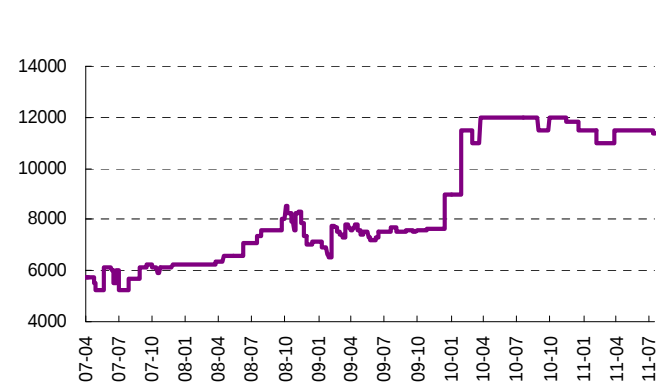
资料来源：光大证券研究所

图表 1-34 化工：二氯甲烷 华东地区（元/吨）



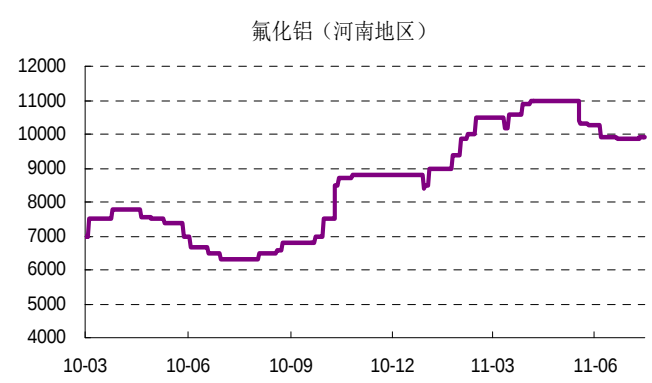
资料来源：光大证券研究所

图表 1-35 化工：三氯乙烯 华东地区（元/吨）



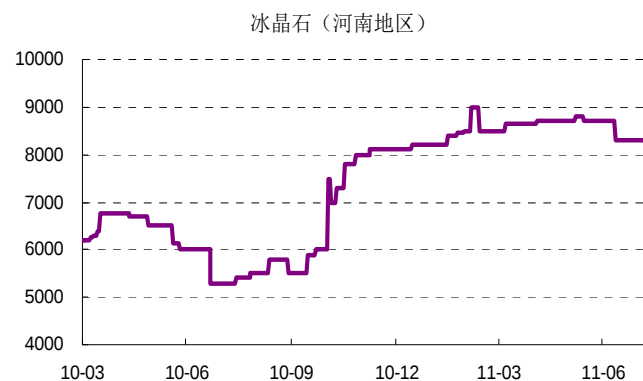
资料来源：光大证券研究所

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)		
			最新股价	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
中国石化	600028	买入	7.16	0.82	0.91	1.02	9	8	7
湖北宜化	000422	买入	21.35	1.06	1.50	2.20	20	14	10
盐湖股份	000792	买入	54.46	1.44	2.50	3.15	38	22	17
烟台万华	600309	买入	16.99	0.71	1.06	1.30	24	16	13
广汇股份	600256	买入	25.71	0.35	0.60	1.01	73	43	25
滨化股份	601678	买入	18.08	0.51	1.12	1.20	35	16	15
兴发集团	600141	买入	23.69	0.50	0.70	0.98	47	34	24
浙江龙盛	600352	买入	8.78	0.55	0.90	1.29	16	10	7
安纳达	002136	买入	31.60	0.25	1.44	1.69	126	22	19
东华科技	002140	买入	30.20	0.44	0.81	1.30	69	37	23
三友化工	600409	买入	9.49	0.27	0.71	0.81	35	13	12
永新股份	002014	买入	18.12	0.66	0.85	1.10	27	21	16
海利得	002206	买入	12.98	0.34	0.65	0.95	38	20	14
内蒙君正	601216	买入	23.29	0.76	1.39	1.97	31	17	12
中泰化学	002092	买入	11.55	0.25	0.60	0.84	46	19	14
天原集团	002386	买入	12.27	0.23	0.60	1.03	53	20	12
天马精化	002453	买入	30.60	0.48	1.00	1.50	64	31	20
新都化工	002539	买入	36.23	0.92	1.39	1.83	39	26	20
黑猫股份	002068	买入	14.33	0.18	0.75	1.05	80	19	14
丹化科技	600844	增持	19.60	0.02	0.13	1.02	980	151	19
紫江企业	600210	买入	5.35	0.47	0.48	0.59	11	11	9
雅化集团	002497	买入	20.88	0.51	0.76	1.05	41	27	20
久联发展	002037	买入	23.75	0.65	1.04	1.43	37	23	17
江苏国泰	002091	买入	17.50	0.49	0.71	0.98	36	25	18
风神股份	600469	买入	11.76	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

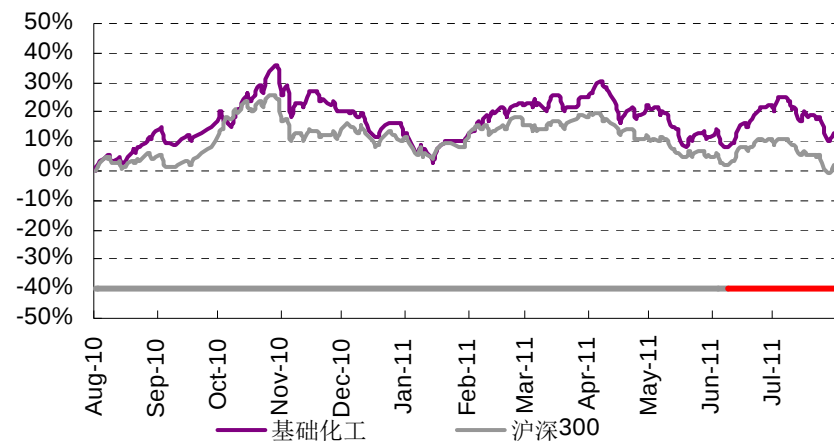
资料来源：光大证券研究所

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的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
2011-06-20	增持
2011-06-26	增持
2011-06-26	增持
2011-06-27	增持
2011-07-03	增持
2011-07-03	增持
2011-07-10	增持
2011-07-17	增持
2011-07-24	增持
2011-07-31	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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com