

看好新材料和精细化工

——化工行业 2012 年度投资策略报告

深度研究报告/化工行业

2011 年 11 月 14 日

报告摘要[Summary]

● 周期股策略：主要个股炒企业盈利的改善，催化剂是价格上涨，建议波段操作

化工行业总体产能过剩，成长性并不明确，而且波动较大呈现周期股特征，建议波段性操作为主。在（1）宏观经济条件向好和流动性等向好时。（2）油价、化工产品价格上涨时化工表现较好。（3）突发事件对化工产品影响较大，限电、爆炸、停产、检修、地震等因素会影响产品价格。

就目前形势来看，欧债问题缓解，国内政策微调，低估值的化工板块有望估值修复。但下游需求并没有改善，而且多数化工产品价格回落，化工企业盈利有下调风险。维持对行业标配评级。

周期股各子行业中我们看好拥有上游资源的磷矿石和钾肥。MDI、氮肥景气度平稳，聚醚景气度保持谨慎，纯碱产能过剩、交易性机会为主，氯碱机会不大。

● 成长股策略：分享企业成长，在估值合理时买入，分享企业成长，可以中长期持有，或者留底仓做波段

我们在成长股里相对看好新材料和精细化工等领域。

新材料十二五规划预测我国新材料产业增长率在未来几年的产值达到 2 万亿，复合增长率超过 25%。新材料规划受益股为 ST 新材、东材科技、日科化学、云天化。精细化工受益于全球产业向发展中国家转移，定制生产模式成为国内企业参与国际分工的重要形式，联化科技为国内定制生产模式的受益者。

精细化工最发达的地区是北美、西欧、中国、日本，其精细化工生产规模分列前四位，中国在 2005 年排名第四，2009 年已排名第三。2005 年上述 4 个区域的总销售额占全球销售额的 85.7%，到 2010 年已下降至 80.0%。其中欧洲下降的最严重，由 33.0%降至 25.0%，北美由 28.2%降至 27.0%，日本由 13.5%下降至 12.0%。而中国的占比由 2005 年的 11.0%上升至 2010 年的 16%，其他地区由 14.3%上升至 20.0%，产业转移的趋势更加明显。

● 推荐上市公司

永新股份、日科化学、新纶科技、联化科技、沧州明珠

● 盈利预测及投资建议

重点推荐 公司	股价	EPS			PE			评级
	2011/11/14	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
日科化学	20.43	0.75	1.33	1.89	27.09	15.34	10.83	强烈推荐
新纶科技	22.26	0.56	0.86	1.30	39.75	25.88	17.12	强烈推荐
永新股份	15.61	0.84	1.08	1.45	18.66	14.51	10.79	强烈推荐
联化科技	23.45	0.74	1.02	1.42	31.69	22.99	16.51	强烈推荐
沧州明珠	9.62	0.38	0.51	0.63	25.32	18.86	15.27	强烈推荐

资料来源：wind，民生证券研究所

中性

维持评级

行业与沪深 300 走势比较

分析师

分析师：刘威

执业证书编号：S0100511090003

电话：(86755)22662075

Email: liuwei@mszq.com

地址：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座；518040

联系人：金红

电话：(8621)68885157

Email: jinhong@mszq.com

地址：浦东新区浦东南路 588 号（浦发大厦）31 楼 H 室；200120

相关研究[Report]

目录

一、周期股波段操作	4
(一) 化工行业 2011 年整体表现	4
(二) 钾肥 2012 年展望：价格小幅上升	6
1、全球钾肥垄断定价局面难改	6
2、粮食种植面积决定钾肥需求，农产品价格将缓慢上行	9
3、强强联手，垄断能力增强	9
4、国内钾肥价格稳中向上	9
5、国内供求分析：净进口数量将大幅减少	10
6、进口价格谈判将再次启动	12
(三) 磷矿石 2012 年展望：价格平稳上涨	12
1、磷肥需求好，NP 二元肥出口带动磷肥需求上升	12
2、矿石品位下降，开采成本上升致磷矿石价格上升	13
3、各种政策，限产等因素炒作	14
4、明年怎么看？	15
5、磷矿石相关上市公司推荐	16
(四) MDI2012 展望：景气保持平稳	16
1、供求情况	16
2、下游结构图	16
3、各个行业增速，重点关注美国房地产刺激情况	17
4、价格、价差	17
(五) 聚醚 2012 展望：保持谨慎	18
1、下游结构图	18
2、下游各个行业增速	18
3、价格与价差	19
(六) 氮肥 2012 年展望：景气平稳	19
1、氮肥景气度受政策影响较大	19
2、国内尿素产能供过于求	20
3、尿素价格价差	20
4、气头尿素开工、限电等因素影响周期	21
5、明年预计保持平稳，关注政策变化	21
(七) 纯碱 2012 年展望：产能过剩，交易性机会为主	21
1、纯碱历史产能及产量：	21
2、下游增速	23
3、价格、价差	24
4、限电带来区域性产能紧缺	25
5、各个上市公司的情况	25
(八) 氯碱 2012 展望：机会不大	26
1、全球 PVC 生产与消费情况	26
2、中国 PVC 生产和消费情况	27
3、全球烧碱生产与消费情况	28
4、中国烧碱生产与消费情况	29
5、下游增速	30
6、价格、价差	31
7、结论	32

二、成长股可以中长期持有，或者留底仓做波段 32

（一）新材料上升空间巨大.....	32
（二）精细化工受益于产业转移.....	34
1、全球精细化工发展迅猛.....	34
2、全球精细化工产业转移日趋明显.....	35
3、定制生产模式成为产业转移的重要形式.....	35
4、定制生产模式的受益者---联化科技.....	36
三、上市公司推荐.....	36
（一）永新股份.....	36
1、柔印无溶剂复合软包装材料进口替代，前景广阔.....	36
2、异型注塑包装材料项目果冻吸嘴自产替代外包，为公司提供新的增长点.....	36
3、包装阻隔材料项目产能扩张 16%左右，多功能包装新材料明年达产.....	36
4、公司未来看点：.....	36
5、盈利预测与投资建议.....	37
（二）日科化学.....	37
1、公司 PVC 改性剂龙头企业主营 ACR、AMB、ACM 三种 PVC 助剂.....	37
2、ACM：替代 CPE 空间广阔.....	37
3、ACR:看点主要是行业向国内转移，受益木塑产品爆发增长.....	37
4、AMB:受益于进口替代.....	37
5、盈利预测与投资建议.....	37
（三）新纶科技.....	37
1、财务费用大幅增加，警惕债务增加引起的财务成本上升.....	37
2、产品需求扩张将使需求增速保持较高水平.....	38
3、盈利预测与投资建议.....	38
（四）联化科技.....	38
1、定制生产模式深深植根于公司的经营理念，大客户需求为研发导向推动公司业绩保持 30% 以上增长.....	38
2、募投项目 2012 年和 2013 年陆续投产，分别增厚 EPS0.19 元和 0.38 元.....	38
3、收购光气资源及氟化工基地，与大客户合作研发的领域拓宽.....	38
4、盈利预测与投资建议.....	38
5、风险提示：.....	38
（五）沧州明珠.....	38
1、PE 管材未来成长确定，受益于油价下跌.....	38
2、BOPA 明年看点在盈利恢复.....	39
3、锂电池隔膜业务提供想象空间.....	39
4、盈利预测与投资建议.....	39
（六）上市公司动态和估值.....	39
插图目录.....	41
表格目录.....	42

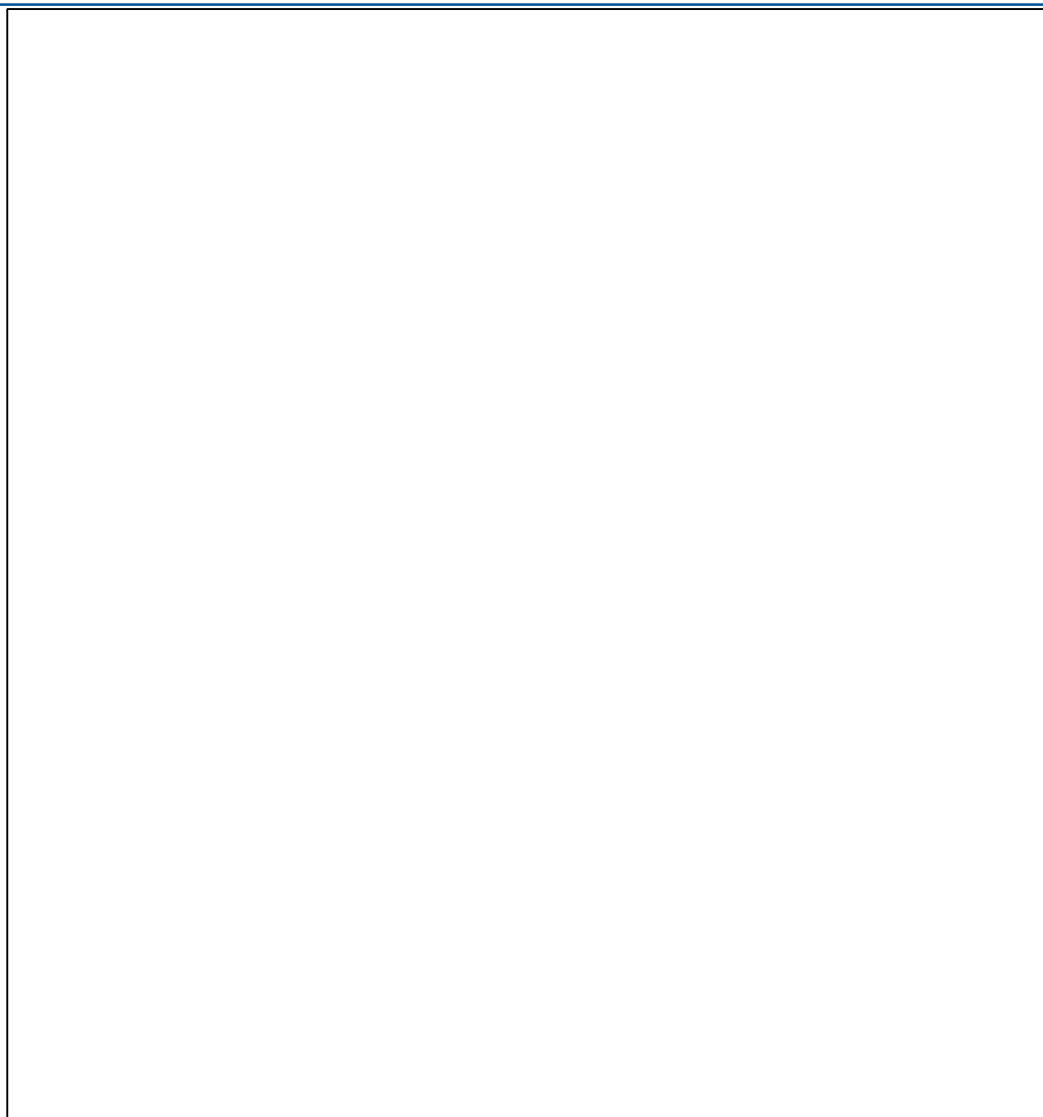
一、周期股波段操作

周期股是指支付股息非常高（当然股价也相对高），并随着经济周期的盛衰而涨落的股票。化工板块当中有很大一部分是周期股。对于周期股的操作策略，我们认为主要个股炒企业盈利的改善，股价催化剂是价格上涨，所以我们的主要任务是判断行业景气能维持多久。

（一）化工行业 2011 年整体表现

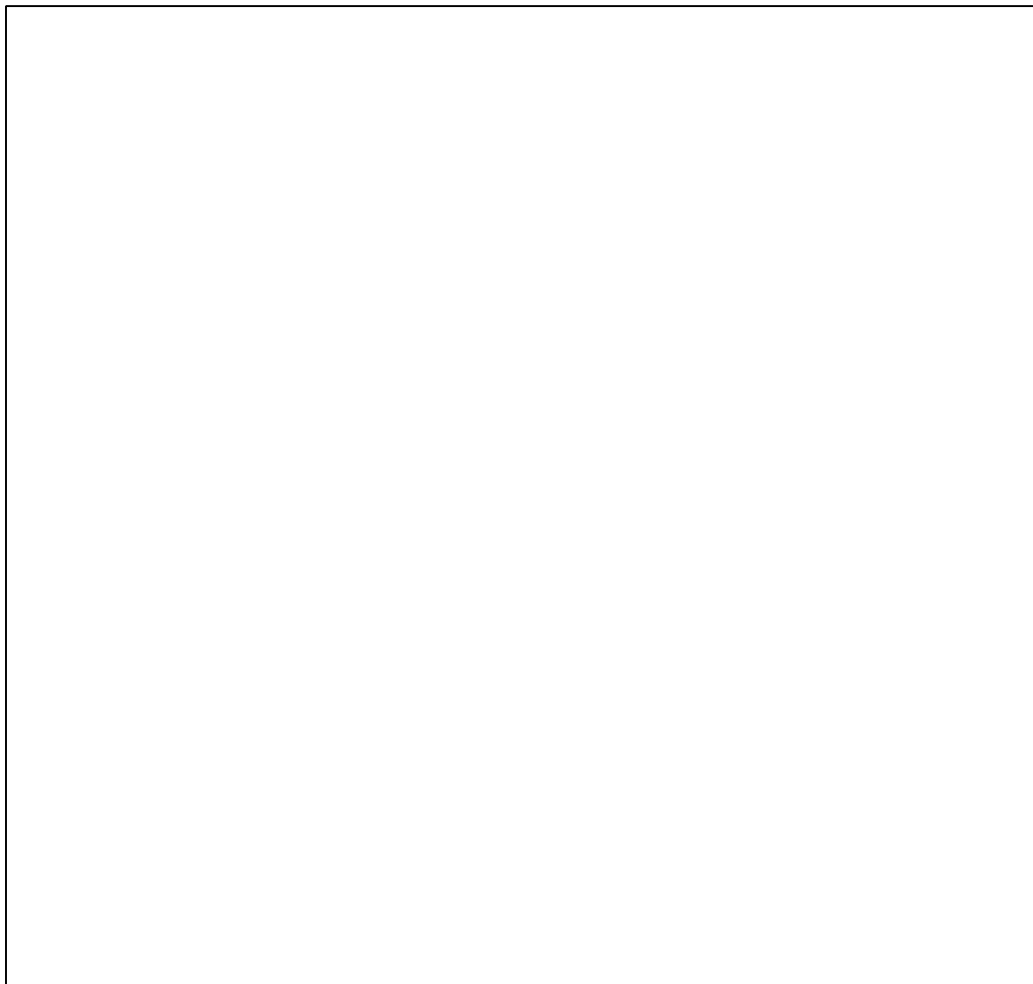
自 2011 年年初以来，A 股市场呈现跌多涨少的局面。所有板块中，除了食品饮料和银行两大板块有正增长外，其余的板块涨幅都为负数。基础化工行业今年以来跌幅 10.19%，在总行业中排名第十。

图 1：基础化工行业今年以来跌幅 10.19%，在总行业中排名第十



资料来源：wind，民生证券研究所

图 2：基础化工行业市盈率 30.81 倍，在所有行业中排名 18



资料来源：wind，民生证券研究所

图 3：10 年、11 年化工行业明显 2 次跑赢大盘



资料来源：wind，民生证券研究所

化工板块 10 年以来 2 次明显跑赢大盘。

第一次是 10 年 7 月初至 11 月 8 日。

(1) 大盘反弹。7 月至 9 月。

(2) 美国 QE2 推出。9 月底至 11 月 8 日。

(3) 化工行业节能减排，价格上涨。

(4) 结束时点，多个国家加息，国内对价格调控。化工产品回落。

第二次是 11 年 1 月底至 4 月 18 号。

(1) 通胀得到控制。欧美经济数据较好。

(2) 利比亚战争、油价上涨，日本地震等因素化工产品价格全线上涨。

(3) 结束时点，油价下跌，国外数据变差，国内 CPI 继续上行。

总结：化工行业总体产能过剩，成长性并不明确，而且波动较大呈现周期股特征，建议波段性操作为主。在（1）宏观经济条件向好和流动性等向好时。（2）油价、化工产品价格上涨时。（3）突发事件对化工产品影响较大，限电、爆炸、停产、检修、地震等因素会影响产品价格。

就目前形势来看，欧债问题缓解，国内政策微调，低估值的化工板块有望估值修复。但下游需求并没有改善，而且多数化工产品价格回落，化工企业盈利有下调风险。**维持对行业标配评级。**

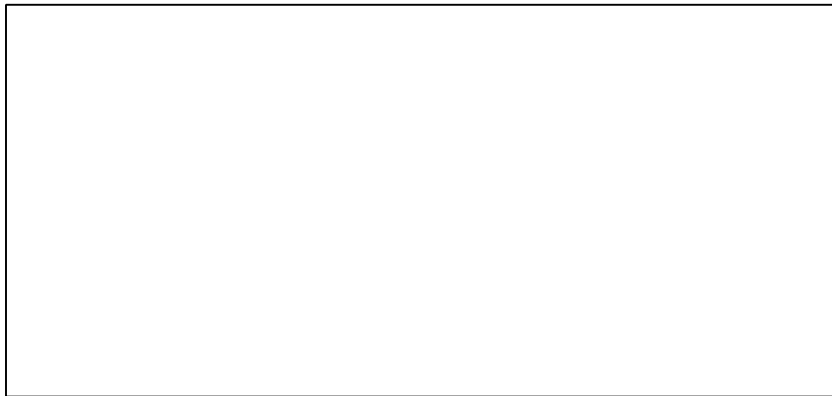
在所有子行业中，我们认为上游资源的钾肥和磷矿石子行业相对较好。

（二）钾肥 2012 年展望：价格小幅上升

1、全球钾肥垄断定价局面难改

2009 年世界钾储量为 94.5 亿吨（纯氧化钾），储量基础为 197 亿吨。按目前的生产水平，现有探明储量可供世界开采 300 年以上。但世界钾盐的分布很不均衡，绝大部分在北半球，目前已发现 33 个世界级的钾盐盆地和大型矿床都在北纬 40°—60°之间。加拿大储量及储量基础居世界首位，占世界的 53%，俄罗斯为第二，占 21.7%，白俄罗斯和德国分别列第三和第四位，各占 9%，上述四国合计占世界总储量的 92.3%。其余储量及储量基础较多的国家依次为巴西、美国、约旦和以色列等国。

图 4：全球钾肥储量分布结构



资料来源：民生证券研究所

地壳内钾元素虽然丰富，但超过 90%的钾盐资源集中在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯和德国，行业呈寡头垄断特征。

世界五大钾肥生产商(Potashcorp, Mosaic, Belaruskali, Kali&Saiz, Uralkali)的氯化钾产能占全球的 65%，出口量占全球的 80%以上，形成了高度垄断。从 2005 年开始钾肥生产商形成了统一联盟。

图 5：五个主产国钾肥产量合计占全球总产量走势图



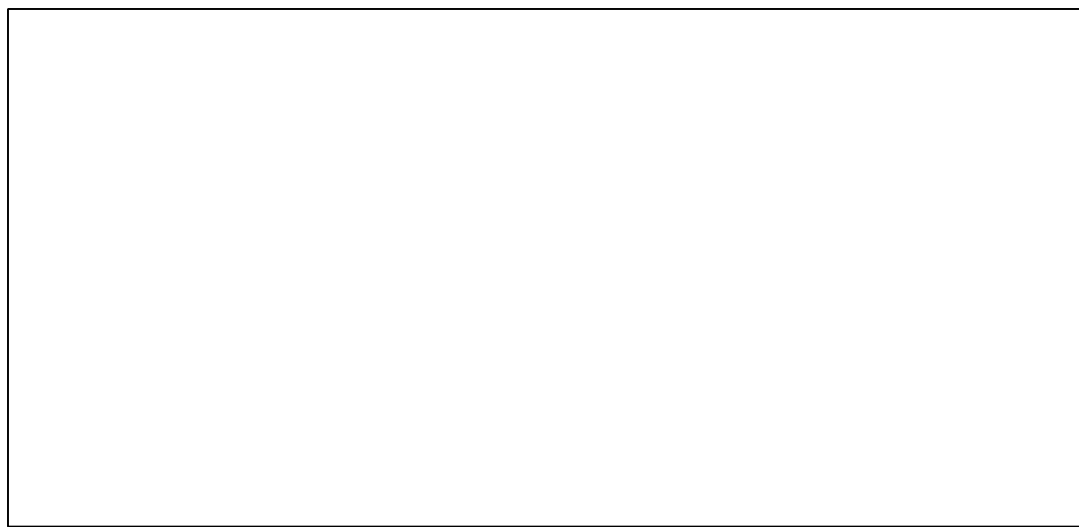
资料来源：民生证券研究所

供求状况而言：未来几年钾肥开工率 80%以内，不存在供应短缺的状况。但是钾肥仍处于寡头垄断状态，钾肥价格未来仍将是易涨难跌的局面。

表 1：全球钾肥供求分析（单位：千吨，%）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
需求	55,800	52,200	30,000	51,850	54,371	56,456	58,683
产能	58,891	61,003	64,024	68,727	69,567	76,477	80,327
开工率	95%	86%	47%	75%	78%	74%	73%

资料来源：IFA，民生证券研究所

图 6：钾肥未来仍呈现垄断局面


资料来源：民生证券研究所

表 2：各个国家钾肥产能预测（单位：千吨）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Canpotex	19,540	20,756	22,300	24,000	24,800	26,700	28,800
Potash Corp	9,400	10,500	11,000	11,500	12,000	12,500	13,000
Mosaic	8,456	8,456	9,200	10,400	10,700	12,100	13,000
Agrium	1,684	1,800	2,100	2,100	2,100	2,100	2,800
BPC	13,235	13,575	13,575	14,100	13,100	15,000	15,700
Uralkali	5,060	5,400	5,400	5,400	5,600	7,000	7,000
Belaruskaly	8,175	8,175	8,175	8,700	7,500	8,000	8,700
Silvinit	5,400	5,400	5,400	6,000	6,000	6,250	6,400
Israel Chemicals	5,455	5,487	5,487	5,487	5,487	5,687	5,687
ICL - Israel	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,800	3,800
ICL - Europe	1,855	1,887	1,887	1,887	1,887	1,887	1,887
K+S	8,210	8,210	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
盐湖钾肥	1,900	2,095	2,100	2,200	2,200	3,200	3,200
其他	5,151	5,481	7,162	8,940	9,980	11,640	12,540
全球产能	58,891	61,003	64,024	68,727	69,567	76,477	80,327
前 5 大厂商产能	39,301	40,741	41,775	44,000	43,800	47,600	49,700
占比	66.74%	66.79%	65.25%	64.02%	62.96%	62.24%	61.87%

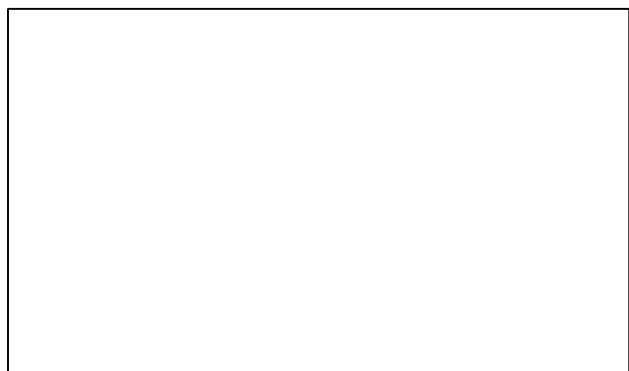
资料来源：民生证券研究所

从供求关系来看未来钾肥产能增速大于需求增速，行业开工率将逐步下滑，未来几年开工率将在 80%以下，传统钾肥巨头产能占比逐步下降，但仍占据主导地位。

2、粮食种植面积决定钾肥需求，农产品价格将缓慢上行

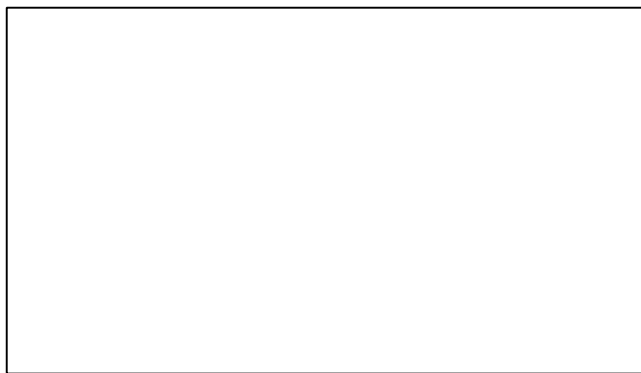
钾肥的下游需求来自于粮食的种植，而粮食价格又是影响粮食种植面积的重要因素。粮食价格取决于两个因素：粮食供给和粮食需求。**全球农产品大牛市发生的基本条件为：（1）较低的期初库存；（2）当期产量小于消费量即出现缺口。**目前来看，08-10 年全球粮食丰产导致库存相对充足，小麦、玉米和大豆都创出高产记录，大牛市的条件并不具备，但由于钾肥垄断定价的存在，预计钾肥价格将缓慢上行。

图 7：小麦库存创历史新高



资料来源：民生证券研究所

图 8：大豆库存处于历史较高水平



资料来源：民生证券研究所

图 9：玉米库存处于历史较高水平



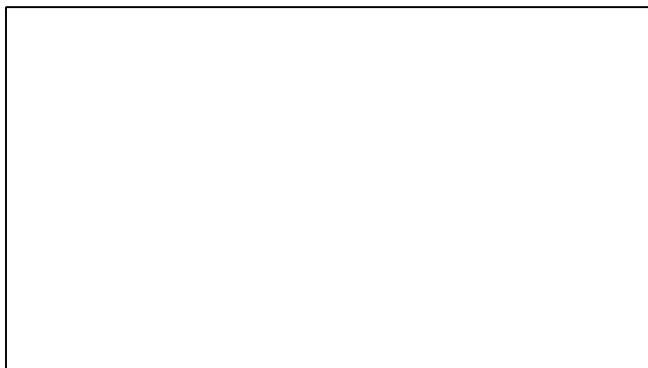
资料来源：民生证券研究所

3、强强联手，垄断能力增强

Silvinit 是俄罗斯钾肥公司，现金流紧张，09 年与印度钾肥价格谈判率先降价，其每年也向我国边贸地区销售低价钾肥 100-200 万吨低价钾肥，Silvinit 与 BPC 已经在去年年底完成合并。这样对钾肥市场影响（1）提高了全球钾肥的垄断度。（2）未来我国边贸地区的低价钾肥数量将大幅减少。两个结果都对钾肥价格产生积极影响。

4、国内钾肥价格稳中向上

图 10: 氯化钾价格稳中向上



资料来源：民生证券研究所

图 11: 硫酸钾价格走势稳中向上



资料来源：民生证券研究所

从上图可以看出，10 年年初到现在，国内钾肥的价格一直处于缓慢上升的阶段。

5、国内供求分析：净进口数量将大幅减少

中国的钾盐主要产区在青海柴达木盆地，新疆罗布泊盐湖地区，钾盐氯化钾储量 7.91 亿吨。四川、贵州、新疆、陕西、西藏、云南、甘肃等新发现的钾盐板块预测算为 2.3 亿吨。总计可供开采的钾盐资源 10.21 亿吨。

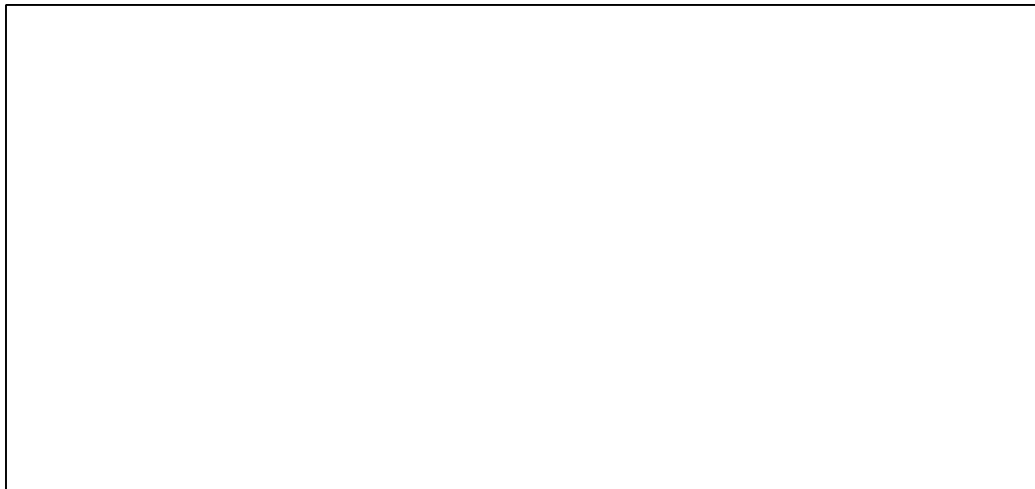
表 3: 国内钾肥产能分布

省份	企业名称	品牌	总产能
青海	青海盐湖集团	盐桥	220
	青海藏格钾肥有限公司	蓝天	60
	青海三钾硅业有限公司	天上田	50
	青海茫崖康泰钾肥开发公司	康顺	30
	青海中信国安科技发展有限公司	国安	30
	北京昆龙伟业格尔木有限公司		10
	青海滨地钾肥股份有限公司	滨地	10
新疆	国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司	罗布泊	132
	新疆新雅泰化工有限公司	雅泰	20
四川	四川邛崃钾矿肥有限责任公司		10
云南	云南江城泰裕钾肥有限公司		10

资料来源：民生证券研究所

我国钾肥仍处于净进口阶段，我国钾肥价格也一直采取进口定价的模式，随着未来新项目的投产，钾肥进口量将逐步减少。未来 2 年预计我国钾肥净进口量将由 07 年的 1000 万吨下降到 400 万吨以内。

图 12：国内钾肥产量和表观消费量（单位：折纯 K_2O ,万吨）



资料来源：民生证券研究所

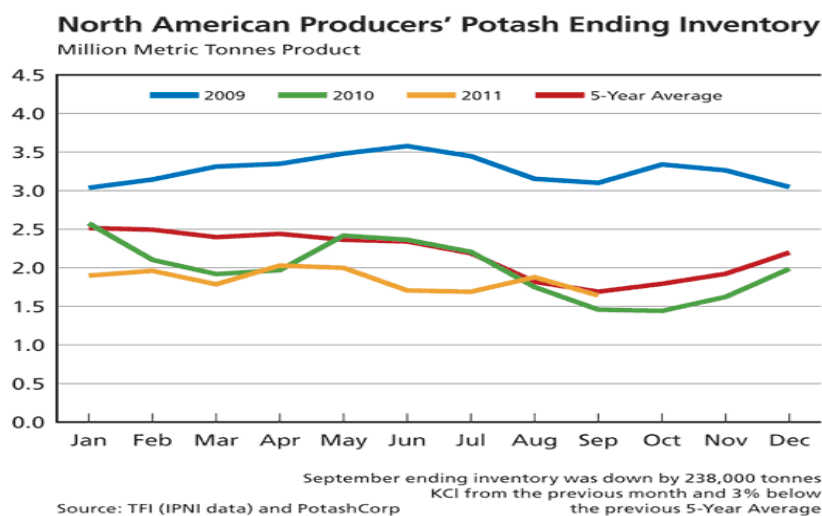
图 13：国内进口量和进口依存度（单位：折纯 K_2O ,万吨）



资料来源：民生证券研究所

经济企稳、需求回升为钾肥价格上涨提供条件。

图 14: 北美钾肥库存处于历史低位



资料来源: PotashCorp

6、进口价格谈判将再次启动

国内已经签下 2011 年下半年 470 美元/吨钾肥进口合同。印度明年一季度进口钾肥价格在 490-530 美元/吨之间。我国明年初将再次启动钾肥进口谈判。我们认为底价将在 490 美元/吨。

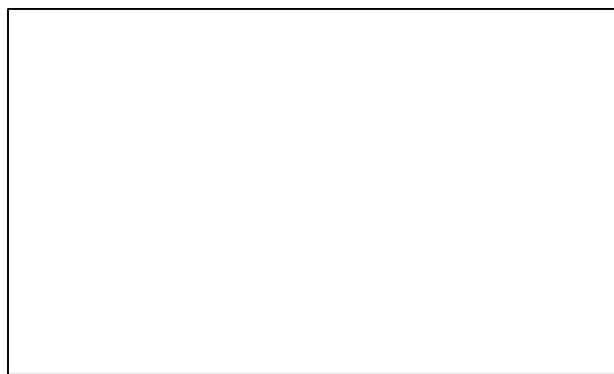
结论: 我们认为钾肥小幅上涨概率较大。

(三) 磷矿石 2012 年展望: 价格平稳上涨

1、磷肥需求好, NP 二元肥出口带动磷肥需求上升

根据 Cru 咨询公司的数据, 估计磷肥需求每年增长 2%, 相当于每年增加 100 万吨, 估计到 2040 年, 磷肥需求将比现在增长一倍至 8000 万吨。

图 15: 磷肥出口数量及磷肥出口同比增速



资料来源: 民生证券研究所

图 16: 氮磷复肥出口情况



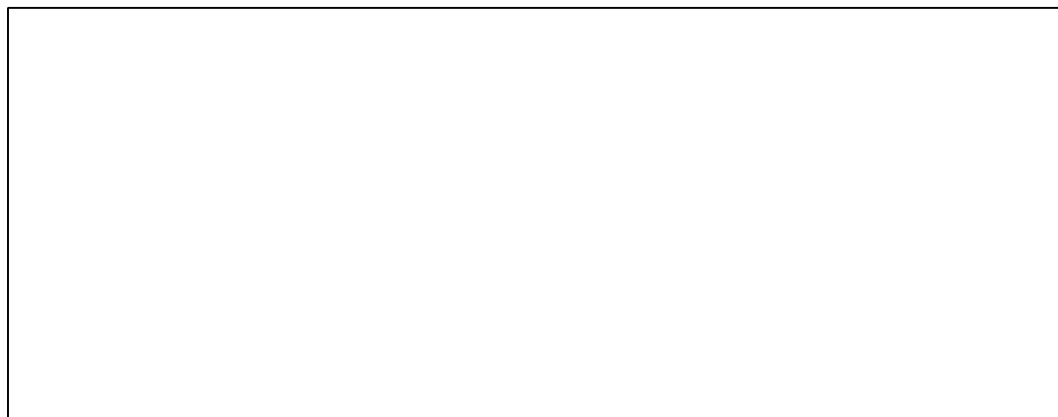
资料来源: 民生证券研究所

磷矿石今年以来价格上涨的一个重要原因是磷肥需求较好, 引起磷矿石需求增加。

从图 15 可以发现，今年上半年有三个月的磷肥出口量达到同比 200% 以上，另一个月的出口数量也超过 50%。

NP 复合肥的出口也能增加对磷矿石的需求。国家对磷矿石的下游磷肥出口进行限制，征收 75% 的出口特别关税和 35% 的出口关税。但是对于对二元肥（在我国出口的主要是氮磷复合肥）的限制却相对宽松，出口关税仅为 7%。有些企业就以二元肥的形式变相出口磷肥（在氮磷二元肥中，氮和磷的含量相当）。今年上半年，氮磷二元复肥出口较上年增长很多，每个月的出口数量都有增长，其中 1 月、6 月份的出口量是上年的 50 倍和 10 倍多，而且仅是上半年 1-6 月份的出口量就快达到了去年全年的复合肥出口量，并超过了 08 年、09 年两年全年的出口量之和。

图 17：磷矿石产量及同比



资料来源：民生证券研究所

需求的增长引起磷矿石产量的增长。今年 3 月份以来，磷矿石的产量一直保持同比正增长，最高同比超过 40%。

2、矿石品位下降，开采成本上升致磷矿石价格上升

图 18：磷矿石成本结构

成本构成	每吨耗资（元）
人工成本	30
动力成本	5
炸药	8
财务成本	10
销售成本	10
管理人员	20
辅助材料	10
运输成本	50
备用金	2
省税费	90
国税地税财政国土	32
临时摊派费用	10
总计	277

资料来源：民生证券研究所

根据 IFA 的统计,世界磷矿石品位(折纯 P_2O_5)在逐年下降,1999 年世界磷矿石品位为 31.43%,2006 年为 31.04%,下降了 0.4%,对于大吨位磷矿石来说,磷矿品位下降,不仅是有效磷含量的降低,而且还会导致磷矿加工成本的上升。这主要是因为全球磷矿石产量逐年增加,优质磷矿资源日益减少,中等品位矿石产能基本稳定,加之摩洛哥等磷矿品位较高的国家产量减少,高品级矿石在商品矿石中的比例下降。在未来,产能增长绝大部分来自于较低品位的磷矿石,品位下降的趋势还将延续,磷矿石的开采成本会逐年增加。

随着磷矿石不断的开采,国内富矿资源不断减少,开采难度不断加大。随着磷矿石品位的下降,在当前资源税从量计价的情况下,回收相同的磷所需的原矿增多,则所缴纳的资源税也将增多,这也构成了国内磷矿石成本上升的又一原因;而与此同时,煤电等能源价格以及运输费用的不断上涨导致磷矿石的生产成本上升。

3、各种政策,限产等因素炒作

表 4、国内磷矿石开采相关政策

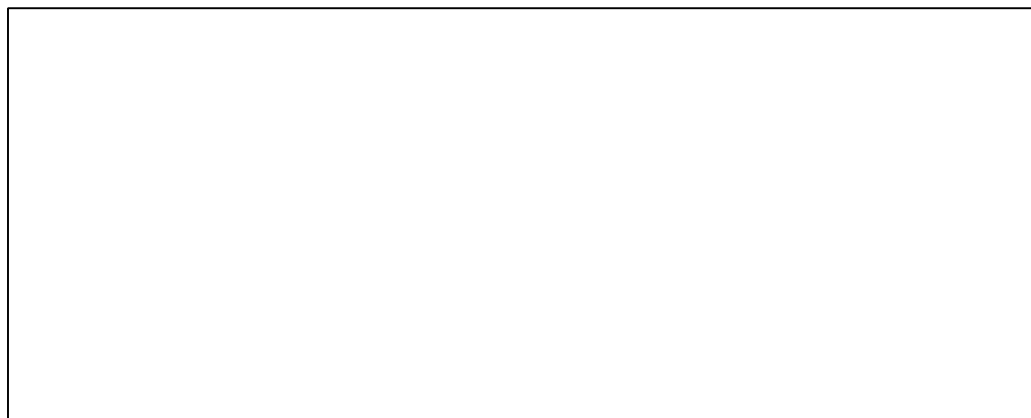
时间	文件	内容
2006 年 12 月	国资委《对矿产资源进行整合的意见》	要求省级政府按照一个矿区只设置一个采矿权的原则,在 2008 年底前基本完成对矿产资源的整合。
2005 年 9 月	《云南省磷矿采选行业准入条件》	1、2008 年底前关闭开采规模达不到 15 万吨 / 年的矿山;2、2010 年底前关闭开采规模达不到 50 万吨 / 年的矿山;3、新建露天开采矿山设计规模必须达到 50 万吨 / 年以上。4、严格管制磷矿销售,实施对口销售制、票证制和准运制度。
2007 年 6 月	《贵州省磷矿采选行业准入条件》	在开阳洋水矿区、瓮福矿区和织金矿区新建磷矿山的设计生产规模必须达到 50 万吨/年以上,其余区域必须达到 10 万吨/年以上。严格管制磷矿销售,实施对口销售制、票证制和准运制度。
2008 年 2 月	《云南省 2008—2012 年磷化工结构调整工作指导意见》	到 2012 年,全省商品磷矿(折标)控制在 2500 万吨以内,以满足省内下游产业的需求;湿法磷酸(折纯)总产量控制在 450 万吨以内,除满足省内下游产业自身需求平衡外,部分以商品磷酸或分级商品磷酸的方式销售省外市场。高浓度磷复肥(含磷酸一铵、磷酸二铵、重钙,实物量)总产能控制在 700 万吨以内(折纯量 330 万吨);钙镁磷肥实物年产量控制在 60 万吨以内(折纯量 8 万吨);过磷酸钙实物年产量控制在 320 万吨以内(折纯量 50 万吨);使高浓度磷肥比例在磷肥产品结构中稳定在 85%以上。湿法路线的饲料级磷酸氢钙产能控制在 200 万吨以内;黄磷总产能控制在 70 万吨以内,实际产量控制在 45 万吨以内。
2008 年 8 月	《云南省人民政府关于进一步加强保护与合理开发磷矿资源的若干意见》	1、矿山开采规模必须与占用的储量规模相匹配,年开采规模不得低于 15 万吨。矿山开发利用方案确定的采矿回采率、采矿贫化率和选矿回收率(“三率”标准)不应低于相关行业标准。2、建立重要磷资源矿区勘查规划和磷矿开采的总量控制制度;3、建立省级规划矿区和后备资源管理制度。4、适当提高 I 级品磷矿的矿产资源有偿使用费,减免利用 24%以下中低品位磷矿矿产资源有偿使用费和矿产资源补偿费
2009 年 12 月	《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》	1、依托宜化、兴发、洋丰、铜化、中盐、沙隆达等大型企业,推进磷、盐、农药等特色化工企业的兼并重组。2、重点发展高附加值精细化工产品,严格限制产能过剩的传统化工产品发展。延伸焦化、磷、氟、盐化工产业链。

2011 年 7 月	湖北省《关于进一步加强磷矿高磷铁矿资源开发管理的意见》	1、设立省级磷矿规划区，将目前尚未设置矿业权的磷矿区及成矿远景区划为省级磷矿规划区。从 2011 年起，除省级地质勘查基金项目外，暂停省级磷矿规划区内所有矿种探矿权、采矿权的审批。 2、进一步压减磷矿开发主体和矿业权数量，逐步重组和关闭生产能力在 15 万吨/年以下的磷矿企业，使资源进一步向优势企业和大型重点磷化工企业集中。 3、将磷矿列为湖北重要矿种，“十二五”期间，省国土资源管理部门可依法有偿收回商业性投资的磷矿探矿权。 4、推进磷化工产业结构调整，推进现有磷化工产业升级，支持精细磷化工产品开发，禁止新上低浓度磷肥项目和单纯生产黄磷的项目。
2011 年 8 月	湖北省《省国土资源厅关于开展鄂西高磷铁矿开发秩序专项整治行动有关事项的函》	(一)坚决依法打击高磷铁矿无证开采、以采代探等违法行为。(二)纠正储量评审备案、采矿权审批登记、选冶试验与矿石加工立项等方面越权审批的违规行为。(三)整顿高磷铁矿产品流通秩序,实行高磷铁矿产品凭证准运制度,推进高磷铁矿采用对接。(四)构建区域和部门联动平台,开展区域联打严防,始终对各类违法违规行为保持高压态势。

资料来源：民生证券研究所

因为磷矿石的资源属性，近年来，国家出台了一系列相关政策来限制磷矿石的大量无序开采，各地方政府也制定了相应的法规对一些小型矿山和企业进行整顿。虽然今年磷矿石的实际产量并没有减少，但由于各种限产、整顿的政策相继出台，磷矿石减产的预期引起磷矿石价格在今年以来一直走高。

图 19：磷矿石价格走高



资料来源：民生证券研究所

4、明年怎么看？

影响今年磷矿石价格上升的因素（1）成本推动，矿石品味下降；（2）各种政策，限产等因素炒作。两条仍存在，但磷肥需求可能不如今年，二元肥出口可能被限制。

由于磷矿石本身是稀缺资源，易涨难跌，我们认为磷矿石在明年还会小幅上涨。

5、磷矿石相关上市公司推荐

表 5：相关上市公司磷矿石储量及产能

	股本（亿股）	磷矿石储量 （亿吨）	产能（万吨 /年）	每股储量 （吨）	每股产能 （吨）
澄星股份	6.52	1.26	110	0.193	16.87
兴发集团	3.65	1.54	245	0.422	67.12
湖北宜化	5.42	2.87	30	0.529	5.54
六国化工	5.22	0.35	40	0.067	7.66
云天化	14.1	25	1000	1.773	70.92
天原集团	4.8	0.42	60	0.088	12.50

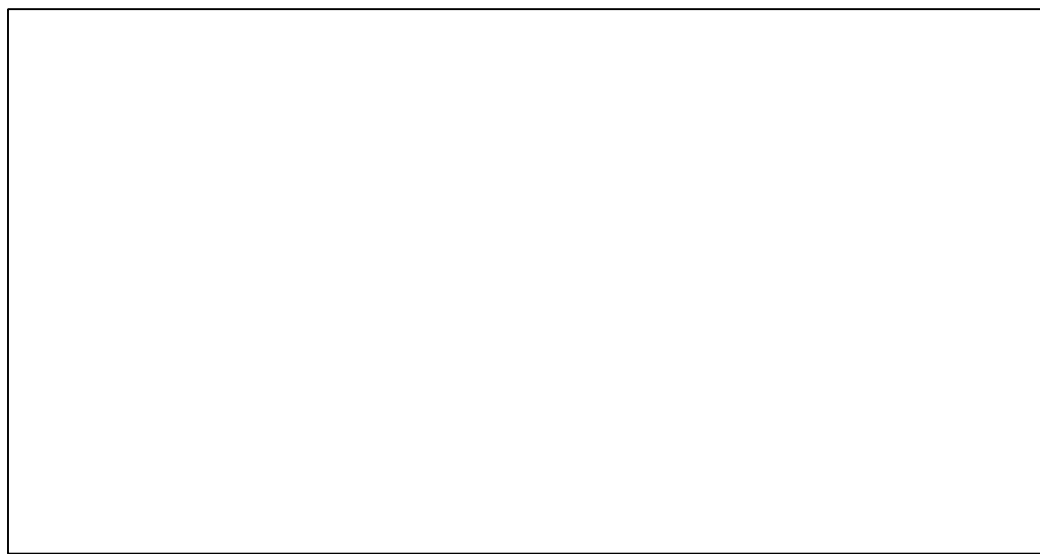
资料来源：民生证券研究所

（四）MDI2012 展望：景气保持平稳

1、供求情况

从图 4 可以看出，近几年 MDI 的产能增速不快，需求的增速超过产能的增速，所以开工率呈上升的趋势，行业景气度保持平稳。

图 20：MDI 开工率近几年呈上升趋势



资料来源：民生证券研究所

2、下游结构图

图 21： 国内 MDI 下游需求结构


资料来源：民生证券研究所

图 22： 全球 MDI 下游消费结构

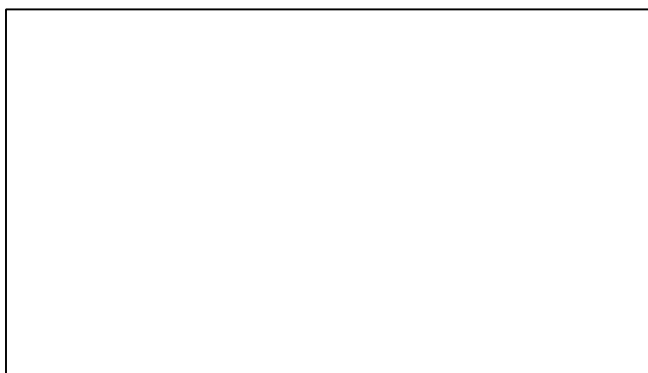

资料来源：民生证券研究所

从需求结构来说，全球 MDI 下游需求 31%来自于建筑，16%来自于制冷设备（如电冰箱、冷柜等），9%来自于汽车行业。在国内，合成革浆和硬泡、软泡、涂料等需求超过 3/4。

3、各个行业增速，重点关注美国房地产刺激情况

美国 9 月已获得批准的新建私人住宅同比增长 4.8%，已开工的新建私人住宅同比增长 10.22%。近日奥巴马政府 4470 亿美元的就业促进法案在国会屡次碰壁，只能转而发力维稳房地产市场，以此表明刺激经济的决心。这一消息无疑对美国房地产行业是重大利好，对 MDI 行业景气度维持也有支撑作用。

美国汽车产量下半年以来也有向上的趋势，8 月份和 10 月份的汽车产量同比都有 2 位数的增长，相比上半年个位数只有个位数的增长，景气度有所回升。

图 23： 美国新建私人住宅面积同比 4.8%和 10.22%


资料来源：民生证券研究所

图 24： 美国汽车 10 月产量 81.56 万辆，同比增长 12.51%


资料来源：民生证券研究所

4、价格、价差

图 25: 纯 MDI 价格和价差走势



资料来源: 民生证券研究所

图 26: 聚合 MDI 价格和价差走势



资料来源: 民生证券研究所

对于 MDI 我们认为, 2012 年景气将会保持平稳, 业绩增长主要依靠产能的扩张。

(五) 聚醚 2012 展望: 保持谨慎

1、下游结构图

图 27: 聚醚国内下游需求结构



资料来源: 民生证券研究所

2、下游各个行业增速

图 28: 电冰箱、冷柜、空调同比 12.65%、17.65%、8.46%

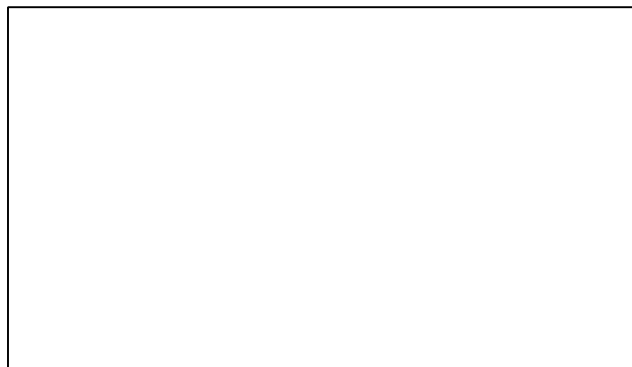


图 29: 汽车 9 月产量 166.49 万辆, 同比 1.75%



资料来源：民生证券研究所

资料来源：民生证券研究所

3、价格与价差

图 30：硬泡聚醚价格与价差走势



资料来源：民生证券研究所

可以看出，不论是价格还是价差，聚醚都处在历史高点上，未来有下行风险。

（六）氮肥 2012 年展望：景气平稳

1、氮肥景气度受政策影响较大

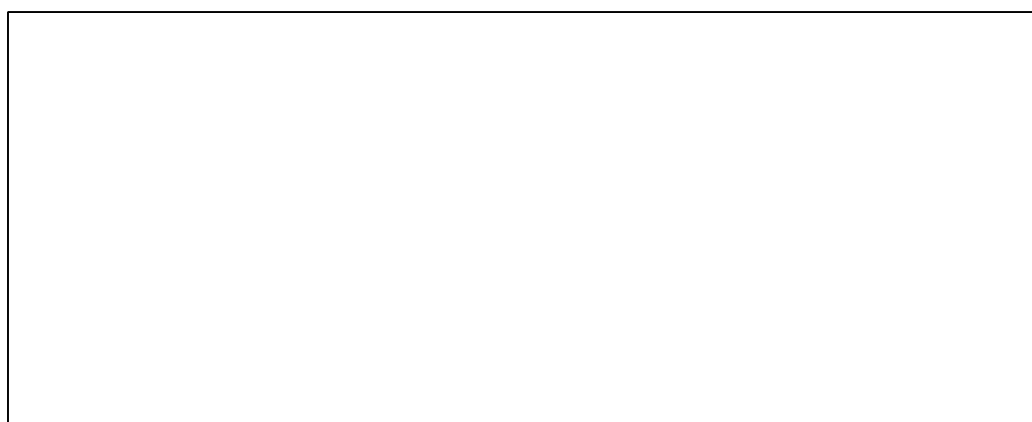
表 6：历年尿素出口政策变迁

出台日期	内容
2004 年 11 月 17 日	2005 年对尿素产品增值税继续实行先征后返 50% 的政策；从 2004 年 12 月 1 日起将 1998 年确定的尿素中准价水平由现行每吨 1400 元提高到 1500 元，上浮幅度为 10% (上限为 1650 元) 不变，下浮不限。
2005 年 5 月 13 日	自 2005 年 6 月 1 日起，停止执行 260 元/吨的出口暂定关税；自 2005 年 6 月 1 日至 10 月 30 日，按 30% 税率征收出口季节性关税；自 2005 年 11 月 1 日至 12 月 31 日，按 15% 征收出口暂定关税
2005 年 12 月 29 日	2006 年 1 月 1 日继续对出口商品代码为 3102100010、3102100090、31028000 的尿素产品，不论出口合同是否备案，一律暂停出口退税。
2006 年 2 月 20 日	2006 年尿素继续实行 1500 元/吨的政府指导价，出厂价上浮幅度由 10% 提高到 15%、下浮不限
2008 年 1 月 1 日	尿素自 2008 年 1 月 1 日至 3 月 31 日实行 30% 的暂定关税；自 4 月 1 日至 9 月 30 日实行 35% 的暂定关税；自 10 月 1 日至 12 月 31 日实行 25% 的暂定关税。
2008 年 4 月 14 日	自 2008 年 4 月 20 日至 9 月 30 日，对所有贸易形式、地区、企业出口的化肥类产品及部分原料，在现有出口税率的基础上，以出口价格为基础，加征特别出口关税，税率为 100%。
2008 年 8 月 29 日	今年 9 月 1 号起到年底，将氮肥及合成氨的特别出口关税上调至 150%
2008 年 11 月 13 日	自 2008 年 12 月 1 日起，调整征收出口关税（包括暂定关税和特别关税）的产品范围和税率，取消部分产品的出口关税或特别出口关税，硝酸铵、硫酸铵等化工产品；玉米、杂粮及其制粉等粮食产品，共计 102 项产品

2009 年 6 月 19 日	调整尿素、磷酸一铵、磷酸二铵等 3 项化肥产品征收出口关税的淡、旺季时段，将尿素的淡季出口税率适用时间延长一个月，磷酸一铵、二铵的淡季出口税率适用时间延长一个半月
2009 年 12 月 8 日	旺季(2-6 月,9 月 16 日-10 月 15 日)关税: 110%; 淡季(1 月,7 月 1 日-9 月 15 日,10 月 16 日-12 月 31 日): 当出口价格不高于基准价格时, 7% ; 当出口价格高于基准价格时, 税率=(1.07-基准价格/出口价格)*100%(基准价格按 2.3 元/公斤计算)
2010 年 12 月 15 日	尿素旺季(1-6 月,11、12 月): 关税 110%; 淡季(7-10 月): 当出口价格不高于基准价格时, 7%, 基准价 2100 元/吨; 当出口价格高于基准价格时, 税率=(1.07-基准价格/出口价格)*100%(基准价格按 2.1 元/公斤计算), 基准价 2100 元/吨;

资料来源: 民生证券研究所

图 31: 国内尿素价格走势



资料来源: 民生证券研究所

2、国内尿素产能供过于求

当前尿素产能 7000 万吨左右，下半年新增产能 520 万吨，而国内需求不到 6000 万吨。总体来说处于供过于求的情况。

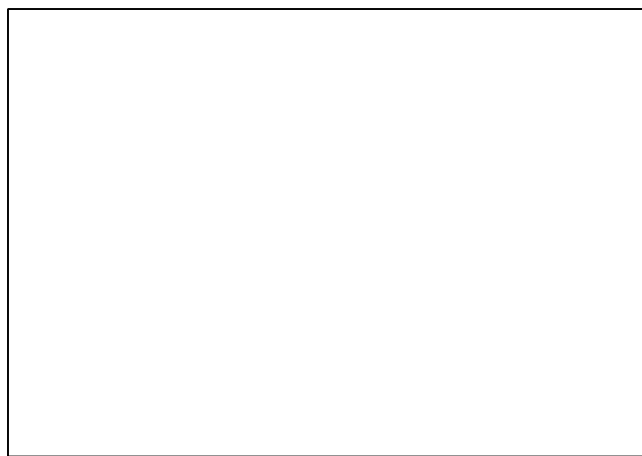
表 7: 2011 年下半年尿素新增产能统计

公司名称	合成氨	尿素	投产日期	造气炉型及工艺	原料
湖北潜江	40	52	8 月	粉煤成型气化	无烟粉煤
山东鲁西	30	52	9 月	航天炉	烟煤
国电赤峰	30	52	10 月	BGL	褐煤
内蒙古天润	30	52	10 月	多元料浆	烟煤
内蒙古呼伦贝尔金新	50	80	10 月	BGL	褐煤
安徽临泉	30	50	10 月	航天炉	烟煤
山西金象煤化工	18	30	10 月	富氧间歇气化	无烟煤
大唐呼伦贝尔	18	30	10 月	非熔渣—熔渣	烟煤
奎屯锦江化工	45	70	11 月底	多喷嘴	烟煤
新疆宜化	30	52	11 月	富氧连续气化	褐煤
合计	321	520			

资料来源: 民生证券研究所

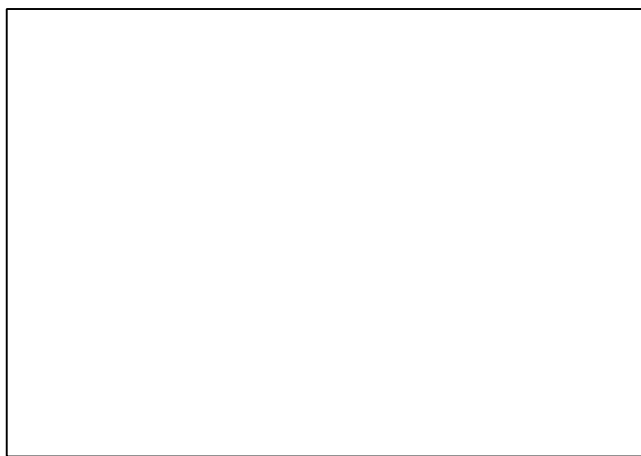
3、尿素价格价差

图 32:煤头尿素价格价差走势



资料来源：民生证券研究所

图 33: 气头尿素价格价差走势



资料来源：民生证券研究所

4、气头尿素开工、限电等因素影响周期

天然气供应的短缺引起的尿素开工率不足以及限电等因素会引起尿素价格的上涨。

5、明年预计保持平稳，关注政策变化

氮肥出口政策对尿素需求有重要影响，是尿素价格变化的重要因素。

（七）纯碱 2012 年展望：产能过剩，交易性机会为主

1、纯碱历史产能及产量：

纯碱 2010 年的产量在 2029.3 万吨，自 01 年起，年复合增长率在 8%左右，近期的增速有所放缓，08 到 10 年的复合增长率为 4.6%。10 年产能 2430 万吨，产能利用率为 84%，国内的表现观消费量为 1871 万吨，利用率为 77%。今年截止到 8 月份，产能达到了 2547 万吨，产能利用率下降，目前国内纯碱行业明显呈供过于求的现状。

图 34: 纯碱历史产能与产量



资料来源：民生证券研究所

表 8：2011 年国内纯碱产能分布（8 月份数据，单位：万吨）

区域	省市	厂家	工艺	产能
东北地区	辽宁	大化集团	联碱法	60
华东地区	山东	山东海化	氨碱法	280
		青岛碱业	氨碱法	60
		金晶科技	氨碱法	100
		山东恒大	联碱法	8
		联合化工	联碱法	3
	安徽	四方化工	联碱法	10
	浙江	龙山化工	联碱法	15
	江苏	连云港碱厂	氨碱法	120
		江苏德邦	联碱法	60
		井神股份	氨碱法	60
		华尔润	联碱法	40
		丰城盐化	联碱法	60
		中盐昆山	联碱法	35
		华昌化工	联碱法	30
华中地区	河南	金山化工	联碱法	100
		中源化学	天然碱法	100
		其他天然碱法	天然碱法	20
		昊华骏化	联碱法	30
		郑州水晶	联碱法	30
	湖北	双环科技	联碱法	100
		新都化工	联碱法	35
		武汉双强	联碱法	10
	湖南	冷水江碱业	联碱法	10
		湘潭碱业	联碱法	30
		湖南智成	联碱法	50
华北地区	河北	三友化工	氨碱法	200
		石家庄双联	联碱法	35
	天津	天津碱厂	氨碱法、联碱法	80
	内蒙古	吉兰泰碱业	氨碱法	40
		苏尼特碱业	天然碱法	30
		乌海化工	氨碱法	15
	山西	丰喜	联碱法	18
西南地区	四川	和邦化工	联碱法	120
		自贡鸿鹤	联碱法	50
		乐山科尔	联碱法	10
		四川广宇	联碱法	15
		自贡富源	联碱法	10
	重庆	重庆宜化	联碱法	80
		重庆和邦胺碱	联碱法	25
	云南	云维集团	联碱法	20
西北地区	陕西	汉中南化	联碱法	25
		陕西兴化	联碱法	10
	甘肃	金昌化工	联碱法	25

	青海	青海碱业	氨碱法	90
		昆仑碱业	氨碱法	110
	新疆	哈密双合	氨碱法	20
华南地区	广东	南方碱厂	联碱法、氨碱法、天然碱法	35
	广西	柳化股份	联碱法	8
	福建	耀隆碱业	联碱法	20
合计				2547

资料来源：民生证券研究所

长期产能略为过剩，行业大周期进入下行通道。

11-13 年，纯碱共将新增 710 万吨新产能，其中 2012 年为产能的集中投放期，届时产能规模就将超过 3000 万吨。纯碱行业十二五规划表示，到 2015 年，要将纯碱产能控制在 3000 万吨。因此，纯碱产能到 2013 年后，就基本将停止建设，并可能逐步淘汰落后产能。如果按照每年 5% 的需求增长，整个十二五期间，纯碱行业的产能都将维持一个供过于求的局面，12 年-13 年预计是行业周期的底部，产能利用率仅为 75%。

图 35：纯碱产能利用率预测



资料来源：民生证券研究所

2、下游增速

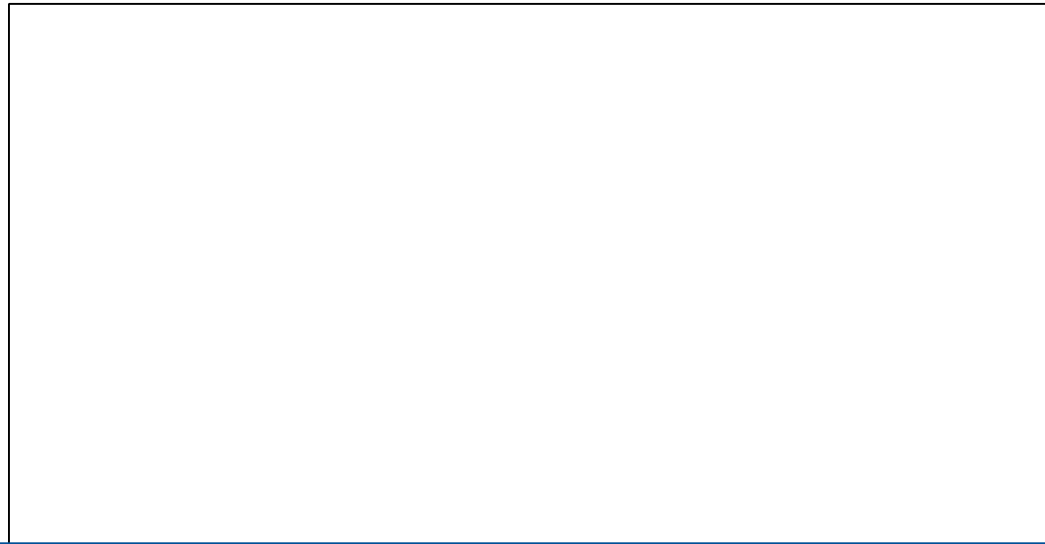
图 36：纯碱下游需求结构



资料来源：民生证券研究所

纯碱下游主要来自于玻璃、氧化铝和洗涤剂，其中玻璃的应用超过 40%。从产量同比增速上来看，三种产品的同比增速都比较高，超过 10%，但是从行业景气度来看，今年的同比增速相比去年有所回落。

图 37：纯碱下游需求增速（单位：%）

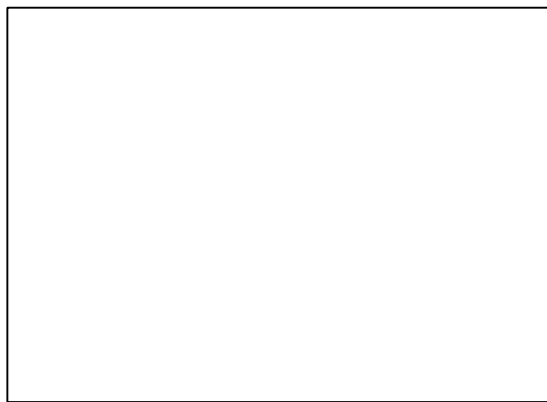


料来源：民生证券研究所

2、价格、价差

图 38: 氨碱法纯碱价格及价差


资料来源：民生证券研究所

图 39: 联碱法纯碱价格及价差


资料来源：民生证券研究所

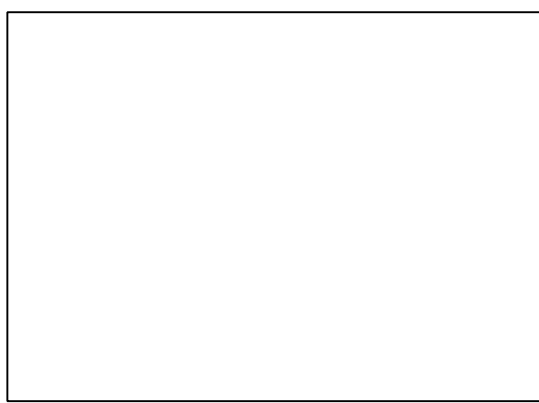
从历史趋势来看，目前纯碱无论是价格和价差，均处于相对高的位置，并且 3 季度以来，价格和价差都稳定。基本可以认为，目前的纯碱价格处于一个景气的高点。

4、限电带来区域性产能紧缺

从纯碱的产能分布区域来看，华东地区是纯碱的主产地，占全国产能的 35%，同时也是纯碱的主要需求地（34%的玻璃产能集中在华东）。虽然未来华东地区还有 80 万吨的产能扩张，但如果区域电力紧张，带来纯碱的被迫减产，将会对华东地区的纯碱价格起到一个推动作用。

图 40: 纯碱产能区域分布


资料来源：民生证券研究所

图 41: 玻璃产能区域分布


资料来源：民生证券研究所

5、各个上市公司的情况

涉及到纯碱业务的上市公司包括双环科技、山东海化、青岛碱业、三友化工、联合化工和兰太实业。它们的纯碱产能及纯碱业务在销售收入中的占比如下表所示：

表 9：上市公司比较

公司简称	产能（万吨）	方法	收入占比	总股本（亿）	每股产能（kg/股）	原盐自给
山东海化	280	氨碱	47.02%	8.95	3.13	63.20%
三友化工	200	氨碱	33.85%	10.6	1.89	43.60%
双环科技	180	联碱	85.69%	4.64	3.88	54%
青岛碱业	80	氨碱	47.40%	3.96	2.02	0
兰太实业	56.1	氨碱	59.21%	3.59	1.56	100%
新都化工	45	联碱	18.34%	3.31	1.36	100%
联合化工	3	联碱	1.99%	2.23	0.13	0

资料来源：民生证券研究所

我们重点比较纯碱业务占比高、弹性足的双环科技、山东海化、青岛碱业、兰太实业和三友化工这五家公司。双环科技的经营管理水平相对较好。因此，从投资纯碱的标的来看，最好的标的是双环科技。

（八）氯碱 2012 展望：机会不大

氯碱工业主要产品品种是**烧碱**和**PVC**。

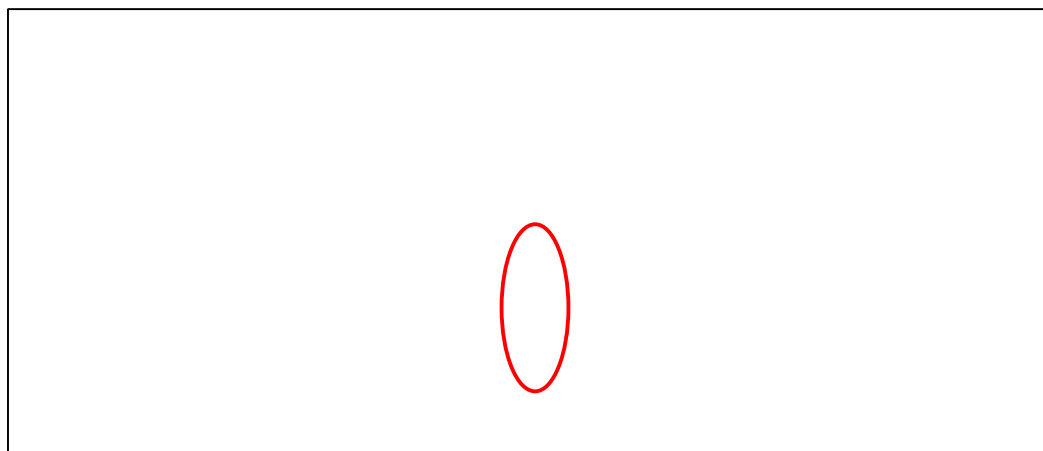
1、全球 PVC 生产与消费情况

2010 年全球 PVC 有超过 145 家以上的生产商、220 个以上的生产厂，生产能力为 4946 万吨，同比增长 9.3%，平均开工率降为 80.1%。世界产能主要增长地区为亚洲（主要是中国）、中欧和中东，亚洲表现最为突出，2003~2010 年，产能年均增长率在 10% 以上。

日本信越化学是目前世界最大的 PVC 生产企业，2010 年生产能力 386 万吨，其次是台塑，289 万吨，西方化学 176 万吨。此外，英力士集团、苏威集团、乔治亚海湾公司等都是当前全球较为重要的 PVC 生产商。

2010 年全球 PVC 消费量约 3960 万吨，主要消费地区分布为：亚洲占 49.9%（其中，中国占亚洲消费总量的 62.6%），西欧 16.1%，北美 15.7%，中东 5.3%，中东欧 5.9%，中南美 4.4%，其他地区占 2.7%。2010 年全球 PVC 的消费结构为：硬质制品占总消费量的 65.2%，软质制品占 34.8%。预计 2011 年，全球 PVC 的消费量约 4300 万吨，2015 年的消费量为 5160 万吨，2010~2015 年均需求增长率约 4.1%。

图 42: 全球 PVC 生产走势

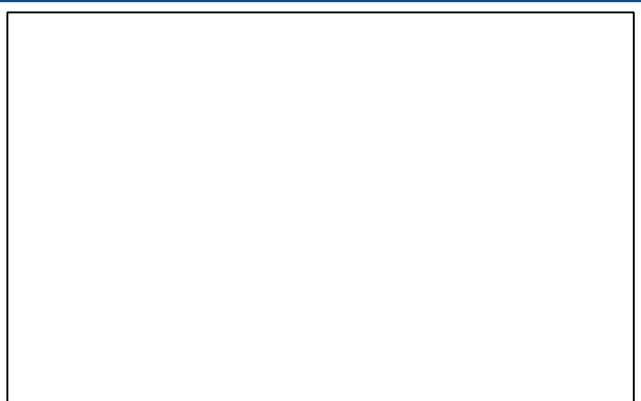


资料来源: IHS 《Chemical Economic Handbook》

图 43: 全球 PVC 主要消费区域分布



图 44: 全球 PVC 的消费构成

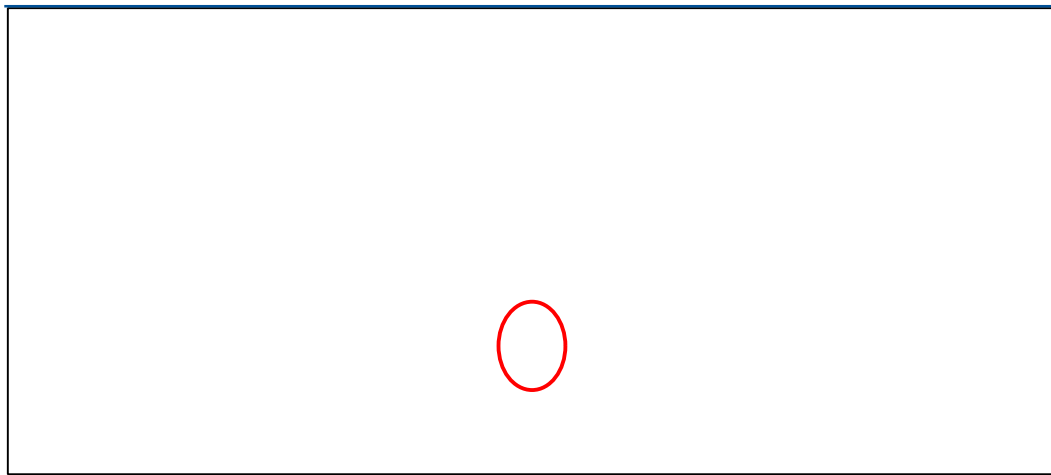


资料来源: IHS 《Chemical Economic Handbook》

2、中国 PVC 生产和消费情况

2010 年, 中国新增 PVC 产能 330 万吨, 淘汰产能 68 万吨, 全年净增产能 262 万吨, 总产能达到 2043 万吨, 产量为 1130 万吨, 产能和产量同比分别增长了 14.7% 和 11.2%, 全国装置平均开工率为 55.3%。2011 年中国 PVC 产能仍将大幅增加, 预计新增产能 728 万吨, 主要集中于中西部地区, 且主要为电石法 PVC 装置。“十二五” 期间, 中国 PVC 产能仍将快速增长, 根据新建拟建项目信息, 将新增产能 1372 万吨, 2015 年中国 PVC 产能将达到 3415 万吨, 由于新增产能较多, 预计 2011~2015 年中国 PVC 装置的开工率维持在 45%~55%。

图 45: 中国 PVC 生产走势



资料来源: 中国化工信息中心

2010 年, 中国 PVC 表观消费量为 1237 万吨, 同比增长 6.3%。PVC 消费结构中, 硬质制品约占 63%, 软质制品占 37%。PVC 主要用于生产建材, 型材与门窗占总消费量的 24.8%, 管材与管件占 17.6%, 软制品中, 薄膜与薄片占总消费量的 11%, 电线电缆和合成皮革分别占 7%。

过去 5 年国内 PVC 的消费量复合增长率为 8.81%, 同期国内 PVC 的产能已达 2043 万吨, 过剩 65.16%, 过去 5 年复合增长率为 15.25%, 国内 PVC 的开工率由 2002 年的 86.9%逐年下降至 2010 年的 55.3%。国内 PVC 市场供大于求的局面日益严重。2010~2015 年, 中国 PVC 产能的年均增长率为 10.8%, 产量的年均增长率为 10%, 装置的平均开工率维持在 45%~55%, 表观消费量的年均增长率为 8%, 仍然保持供大于求的局面。

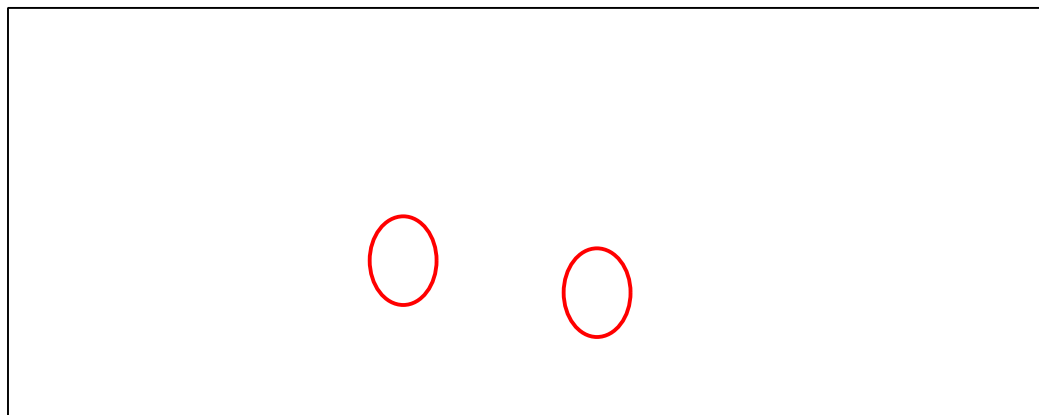
3、全球烧碱生产与消费情况

2010 年, 全球氯碱工业的产值大约达到了 250 亿美元。2010 年全球有超过 500 家以上的氯碱生产商、650 个以上的生产厂, 烧碱总能力达到 7700 万吨, 同比增长 3.9%, 装置平均开工率约为 79.2%。世界产能主要增长地区为亚洲 (主要是中国)、中欧和 中东, 亚洲表现最为突出, 2003~2010 年, 产能年均增长率在 3.6%。

烧碱的主要生产商为陶氏化学, 712 万吨; 其次为西方化学, 286 万吨, 台塑 256 万吨。

2010 年烧碱的消费总量约 6150 万吨, 其中亚洲占 52%; 欧盟占 18%; 北美占 16%。在烧碱消费中, 30%为无机化学品; 21%为有机化学品; 19%为纸浆与纸。

图 46: 全球烧碱生产走势



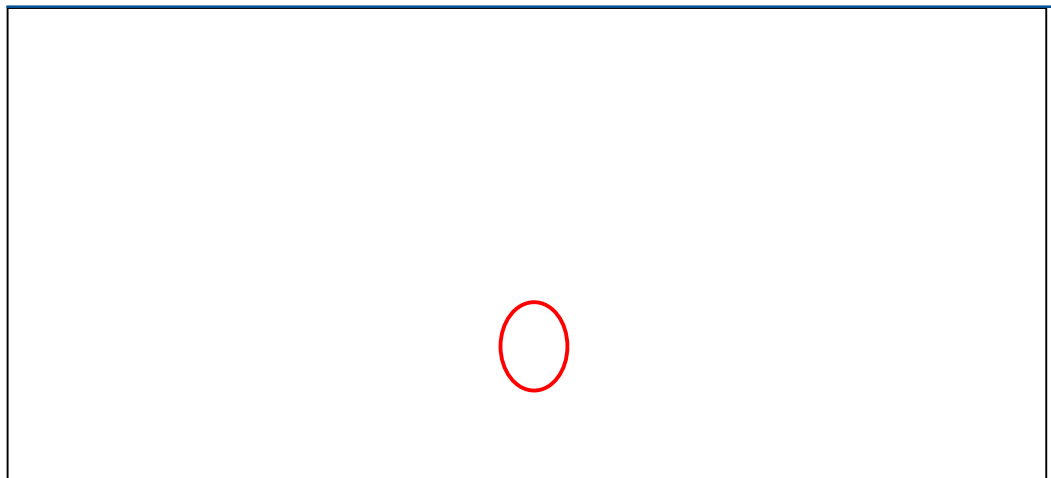
资料来源: IHS 《Chemical Economic Handbook》

4、中国烧碱生产与消费情况

截止到 2010 年底,我国烧碱装置总能力达 3021 万吨,同比增长 8.2%。其中因搬迁、技改、淘汰等因素退出的烧碱产能 278.5 万吨。生产企业 176 家,单个企业平均产能 17.2 万吨。其中,离子膜法装置产能 2547 万吨,占总产能的 84.3%,隔膜法装置产能 474 万吨,占总产能的 15.7%。2011 年我国计划增投 784 万吨烧碱产能,2012 年计划增投 540.5 万吨,其中 2011 年一季度我国已有 120 多万吨烧碱能力投产。“十二五”期间,中国烧碱产能增速放缓,根据新建拟建项目信息,将新增产能 700 万吨,2015 年中国烧碱产能将达到 3700 万吨,复合增长率 4.14%。

2010 年中国烧碱产量为 2087 万吨,装置平均开工率为 69%,同比增长 12.8%。为完成“十一五”节能减排目标,2010 年下半年各地相继实施限电、限产政策对烧碱产量的影响较为明显。进入 2011 年,政策性限电措施对生产企业开工状况的影响有所缓解。

图 47: 中国烧碱生产走势



资料来源: 中国化工信息中心、民生证券研究所

2010 年,国内烧碱下游主要行业产量增长较为稳定,其中氧化铝等产业规模的快速

增长对稳定国内烧碱市场起到了积极作用。

造纸行业受贸易保护主义的影响，造纸产品在出口方面频遭反倾销和反补贴调查。今后造纸行业淘汰落后产能的标准有提高的趋势，行业规模总量将受到有力控制，未来增长在 6% 左右。我国印染布出口保持较快增长，2011 年我国印染布内需仍处于旺盛时期，预计需求量同比增长 10% 左右。玻璃制造行业的消费增长低速稳定。2010 年轻工领域烧碱的消费量约为 542 万吨。

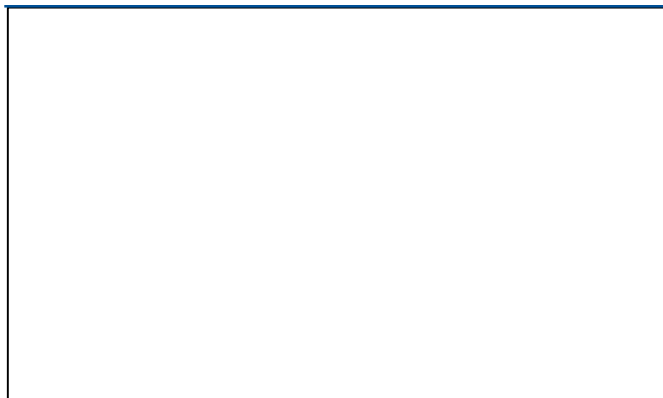
过去几年氧化铝行业产能集中度不断提高，未来将逐渐形成几大巨头垄断国内市场的局面，2011 年国产氧化铝新扩建产能的不断释放将给市场带来压力，有 556 万吨扩建产能继续建成投产，产能同比增长 20% 左右。2010 年冶金领域烧碱的消费量约为 330 万吨。

受供需关系等因素影响，2010 年粘胶纤维产品供需基本平衡，产品出口形势平稳。2011 年粘胶纤维行业新增产能 70 多万吨，总产能达到 300 万吨，同比增长 30% 以上，产能增长幅度较大，而国内棉花产量不足 700 万吨，需要进口棉花 180 万吨左右，国储棉只有 30 多万吨，这就给能够替代棉花的粘胶短纤和涤纶短纤带来了市场空间。2010 年纺织领域烧碱的消费量约为 310 万吨。

除上述消费领域之外，烧碱主要用于化工行业的用碱及钠盐等，2010 年消费量为 445 万吨；其他领域如水处理剂、洗涤剂消费量约为 307 万吨。

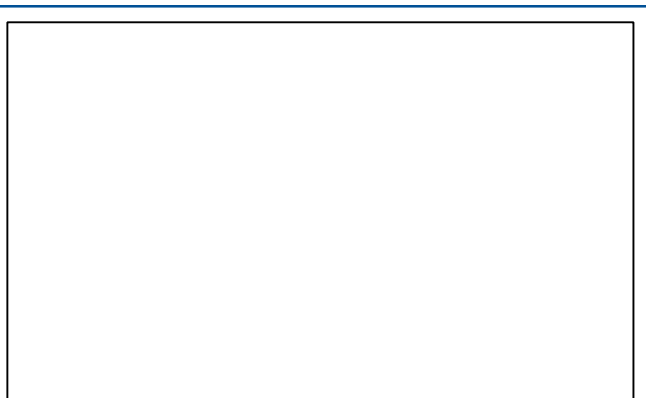
2010 年国内烧碱的消费量约为 1934 万吨，过去 5 年复合增长率为 8.78%，同期国内烧碱的产能已达 3021 万吨，过剩 56.20%，过去 5 年复合增长率为 14.46%，国内烧碱的开工率由 2002 年的 82.3% 逐年下降至 2010 年的 69.1%。净出口量由 2000 年的 19.66 万吨增至 2010 年的 152.64 万吨，复合增长 22.75%。国内烧碱市场供大于求的局面日益严重。

图 48：中国烧碱消费结构分布



资料来源：中国化工信息中心

图 49：中国烧碱的供求状况



资料来源：民生证券研究所

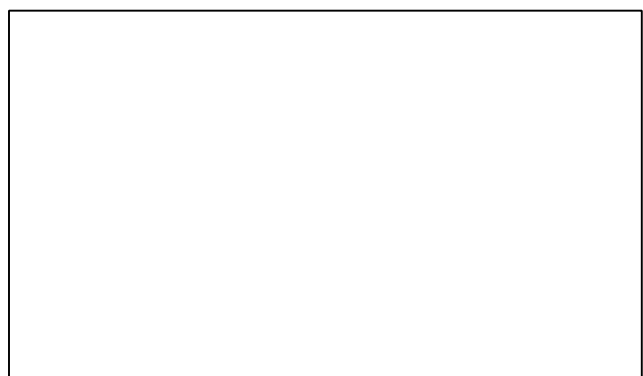
5、下游增速

图 50：氯碱下游需求结构



资料来源：民生证券研究所

图 51：塑料人造革 9 月产量 21 万吨，同比 10.75%



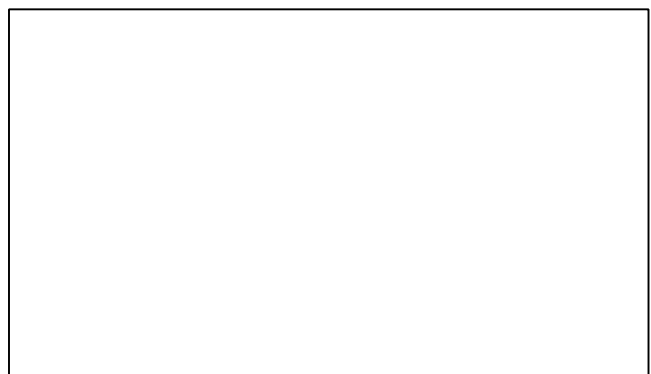
资料来源：民生证券研究所

图 52：皮革鞋靴 9 月产量 3.98 亿双，同比-3.65%



资料来源：民生证券研究所

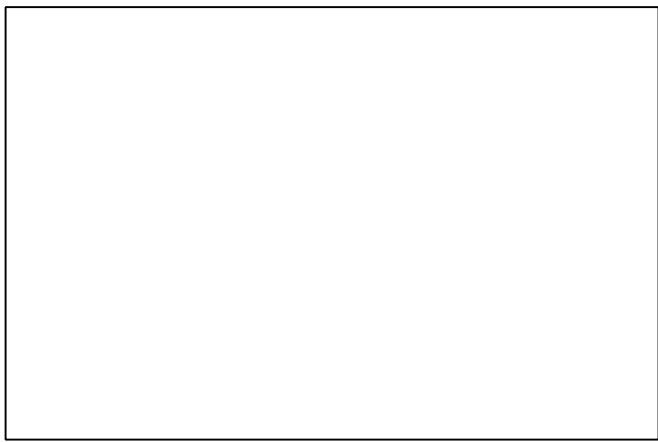
图 53：9 月房屋新开工面积 1.59 亿平米，同比 8.91%



资料来源：民生证券研究所

6、价格、价差

图 54：乙烯法 PVC 价格及价差走势



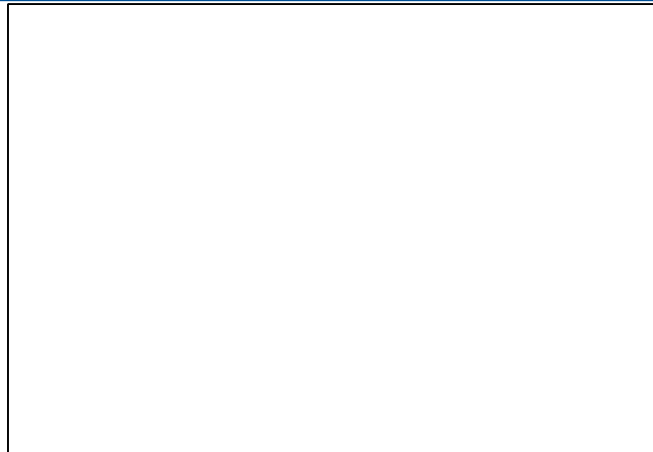
资料来源：民生证券研究所

图 55：电石法 PVC 价格及价差走势



资料来源：民生证券研究所

图 56：烧碱价格及价差走势



资料来源：民生证券研究所

7、结论

- (1) 不看好。交易性机会也并不明确。
- (2) 之前催化剂是油价、电价、产品价格涨。
- (3) 但明年如果发生突发事件油价大幅上涨，那么市场就会担心经济。系统性风险就会加大。

二、成长股可以中长期持有，或者留底仓做波段

分享企业成长，在估值合理时买入，分享企业成长，可以中长期持有，或者留底仓做波段。

我们在成长股里相对看好新材料和精细化工等领域。

(一) 新材料上升空间巨大

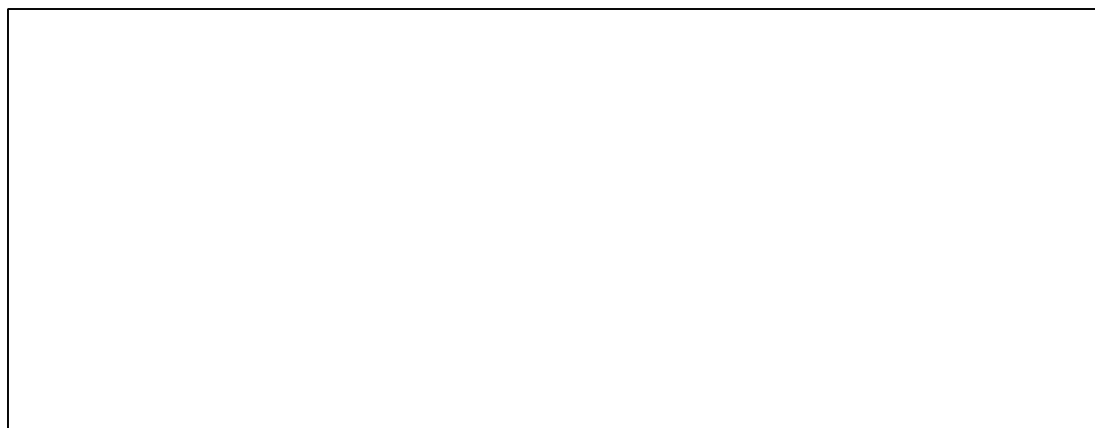
随着我国在化工新材料领域的研发投入不断增加，对工程塑料、高性能纤维及其复合材料、特种工程塑料、高性能氟硅材料等化工新材料技术的掌控能力将不断加强。同时随着国内需求量的快速增长，越来越多的外资企业将目光聚焦到中国，化工新材料的产业转移不断加快。目前国内已初步形成了工程塑料、高性能纤维和氟硅材料等种类的产业化基础，部分满足了国内高涨的需求量。

但是我们也应看出，尽管取得了上述的一些成就，但我国化工新材料产业的总体水平仍远落后于发达国家，全球化工新材料的市场 90%以上的份额掌握在国外大型化工企业的手中。国产产品集中在通用、基础和低档次品种上，不能完全满足国内市场需求，在产品性能、多样性、和成本上难以与国外产品竞争，国内市场缺口巨大。如 2000 年我国工程塑料自给率（产量/表观消费量）仅为 9.3%；2009 年有所上升，但不足 40%，大部分仍需依赖进口。

9 月 7 日，工信部官员在哈尔滨第一届国际新材料博览会(以下简称“博览会”)上解读了即将公布的《新材料“十二五”规划》(下文称《规划》)，工信部原材料司副司长高云虎表示，中国将利用资源优势大力发展新材料产业，至 2015 年将形成 2 万亿产值的新材料产业体系。

2010 年我国新材料产业规模超过 6500 亿元，与 2005 年相比年均增长近 20%。规划预计，“十二五”期间，我国新材料产业预计总产值将达 2 万亿元，年均增长率超过 25%，到 2015 年要建立起具有一定自主创新能力、规模较大、产业配套齐全的新材料产业体系；到 2020 年，新材料产业成为国民经济的先导产业，主要产品能满足国民经济和国防建设的需要。

图 57：我国主要化工新材料的供求状况（E）



资料来源：民生证券研究所

表 10：新材料领域十二五规划分析

领域	重点发展方向	主要内容	受益上市公司
先进高分子材料	特种橡胶	扩大丁基橡胶、丁腈橡胶、乙丙橡胶、溶聚丁苯橡胶、异戊橡胶、氯化聚乙烯、聚氨酯橡胶及弹性体和氟橡胶生产规模，加快开发丙烯酸酯橡胶及弹性体、卤化丁基橡胶、氢化丁腈橡胶、耐寒氯丁橡胶和高端苯乙烯弹性体，积极发展专用助剂，强化为汽车、高速铁路和高端装备制造配套的高性能密封、阻尼等专用材料开发	ST 新材
	工程塑料	加快开发聚碳酸酯、聚酰胺、聚苯醚、聚甲醛、聚苯硫醚和特种环氧树脂等产品。积极开发聚对苯二甲酸丙二醇酯和聚萘二甲酸乙二酯、聚全氟乙丙稀和聚偏氟乙丙稀等高端氟树脂、电子/卫生级环氧树脂和长碳链聚酰胺等	蓝星化工、神马集团、金发科技
	功能性膜材料	烧碱用离子交换膜、电池隔膜和光学聚酯膜，鼓励液体、气体分离膜-聚酰亚胺膜材料开发	东材科技、康得新
	高性能氟硅材料	大力发展硅橡胶、硅树脂等有机硅深加工产品。调整含氟聚合物产品结构，积极开发含氟中间体及精细化学品	联化科技、永太科技、ST 新材、三爱富、巨化股份、新安化工、山东东岳
	高端涂料	防腐涂料和环保型水性涂料	
高性能复合材料	树脂基复合材料	发展风电叶片、建筑补强、气瓶、复合导线及杆塔等专用材料，加快在航空航天、新能源、高速列车和防灾减灾等领域的应用。	
	高性能纤维	碳纤维：原丝-预氧化-碳化一体化研究，加强高模系列品种攻关。碳纤维等高性能增强纤维产业化尚未完全突破，核心装置受制于人。	中钢吉碳、中复神鹰、威海拓展、江苏恒神、吉林石化、中材科技
		芳纶：扩大 1313 生产规模，突破 1414 产业化瓶颈	
		超高分子量聚乙烯纤维	宁波大成、湖南中泰
		其他高性能纤维材料：聚苯硫醚 PPS、芳砜纶、聚酰亚胺、对苯基并双噻唑纤维等新品种。	

资料来源：民生证券研究所

（二）精细化工受益于产业转移

1、全球精细化工发展迅猛

上世纪 90 年代以来，基于世界高度发达的石油化工向深加工发展和高新技术的蓬勃兴起，世界精细化工得到前所未有的快速发展，其增长速度明显高于整个化学工业的发展。据美国斯坦福研究院咨询公司出版的专业研究报告 CEH（《Chemical Economics

Handbook》)分析,2005年,全世界化工产品年总产值约为2.2万亿美元,其中精细化学品和专用化学品约为1万亿美元,精细化率约为45.0%。2010年随着全球经济的复苏,世界化工产品年总产值达到3.4万亿美元,较2009年增长8.8%,精细化学品的市场规模近1.5万亿美元,精细化率降至44.1%。主要原因是近几年全球市场尤其是中东地区在大炼油、大石化、大化工等领域的投入非常大且集中,而精细化工产业的投入及发展较为稳定,未出现大起大落的情况,导致精细化工产值占比有所下降。

2、全球精细化工产业转移日趋明显

精细化工最发达的地区是北美、西欧、中国、日本,其精细化工生产规模分列前四

年上述4个区域的总销售额占欧洲下降的最严重,由33.0%降至12.0%。而中国的占比由2005升至20.0%,产业转移的趋势更

图 59: 2010 年全球精细化工产值加速转移

资料来源: IHS 《Chemical Economic Handbook》, 民生证券研究所

3、定制生产模式成为产业转移的重要形式

随着全球产业链专业化分工不断深入,定制生产模式实现了产品价值链中各环节的互赢。定制生产模式是一种国际上企业间常见的分工合作形式,一般为大型跨国企业根据自身的业务要求,将其生产环节中的一个或多个产品通过合同的形式委托给更专业化、更具比较生产优势的厂家生产。接受委托的生产厂家按客户指定的特定产品标准进行生产,最终把受托生产的产品全部销售给委托客户。

在定制生产模式下,客户通常将其生产环节中的某个或某几个中间体交给为数不多的几个厂家生产,因此,对客户而言,一方面,定制产品的质量十分重要,生产厂商的技术控制、流程控制等方面亦十分关键,因此,客户对于生产厂家的选择非常慎重;另一方面,如果客户频繁更换供货商,将直接或间接增加成本。

因此在确定定制生产关系前,客户会对生产厂家的生产设备、研发能力、生产管理和产品质量控制能力进行长达数年的严格考察和遴选。一旦建立起定制生产业务关系,

就会在相当长的时间内保持稳定。

通过定制生产，中间体厂商不仅可以节约和控制运行成本，强化业务重点和核心竞争力，分散风险和共享全球产业链利益，而且通过与国际跨国公司的合作，中间体厂商亦同时塑造起公司的国际品牌和商誉；可以掌握国际新产品研发的最新进展，积蓄和提升公司的研发实力。同时，可以利用客户的产品市场拓展产品市场，利用客户的产品专利保护自身产品。

4、定制生产模式的受益者——联化科技

定制生产模式深深植根于公司的经营理念，大客户需求为研发导向推动公司业绩保持 30%以上增长联化科技目前与全球前五大农药公司先正达、拜耳、巴斯夫、FMC、杜邦均有定制生产的长期合同，占上述公司定制产品全球采购份额的 50%以上，客户资源优势明显，国内无竞争对手。定制产品处于导入期、成长期，未来仍将保持 30%以上的增长，毛利率锁定在 30%-40%。联化科技与大客户的发展理念趋同，研发实力可以保证与客户在新品推出之前即与之进行小批量的生产合作，保证与大客户的产品结构调整同步。即新产品独享低风险高利润，不断贡献新的利润增长点。

三、上市公司推荐

（一）永新股份

1、柔印无溶剂复合软包装材料进口替代，前景广阔

1.6 万吨柔印无溶剂复合软包装材料项目，投资 2.6 亿，建设期 1.5 年，2013 年达产，增加净利润 4592 万，折 EPS0.25 元。柔印无溶剂复合软包装材料主要用于卫生产品的包装，柔印和凹印相比具有包装膜薄，成本低、油墨安全环保等诸多优点，是未来发展趋势，国外柔印包装份额已经达到 70%以上，公司新项目投产品市场份额不足 10%，主要用来替代国外进口，未来发展空间十分广阔。

2、异型注塑包装材料项目果冻吸嘴自产替代外包，为公司提供新的增长点

年产 3500 吨异型注塑包装材料项目，项目预计总投资 5,000 万元，建设期 1 年，预计 2013 年投产，贡献净利润（年化）1282 万元，折 EPS0.07 元，这个主要是用于果冻吸嘴的生产，目前公司果冻塑料包装这块自己生产，吸嘴外包给国外厂商，项目投产后吸嘴将由自己生产，为公司提供新的增长点。

3、包装阻隔材料项目产能扩张 16%左右，多功能包装新材料明年达产

年产一万吨高温包装阻隔材料项目，总投资为 8,000 万元，预计 12 年底月投产，贡献 EPS0.11 元（年化）这个可以理解原有产品产能的扩张，产能增加幅度 16%左右。

年产 12,000 吨多功能包装新材料项目主要是公司包装膜的原料，预计增加 EPS0.06 元。预计明年下半年达产。

4、公司未来看点:

- (1) 下游食品饮料、医药抗周期。
- (2) 受益于油价下跌。增速会加快。
- (3) 新项目在 2012 年下半年陆续投产，未来盈利能力和增速都将是加快的过程。

5、盈利预测与投资建议

维持公司 11-13 年 0.84、1.1、1.5 元盈利预测。(未考虑增发摊薄) 当前 PE18、14、10 倍。维持“强烈推荐”评级。

(二) 日科化学

1、公司 PVC 改性剂龙头企业主营 ACR、AMB、ACM 三种 PVC 助剂

塑料助剂对塑料工业具有举足轻重的作用。塑料助剂在一定程度上决定了塑料应用的可能性及其使用范围，而助剂品种的多少和质量的优劣直接决定了塑料制品的品质。公司是国内 PVC 改性剂龙头企业，主要产品为 ACR 抗冲加工改性剂、AMB 抗冲改性剂和 ACM 低温增韧剂等塑料改性剂。

2、ACM: 替代 CPE 空间广阔

ACM 为日科化学首创的专利产品，学名为氯化聚乙烯-丙烯酸烷基酯互穿网络共聚物，简称为 ACM，用作 PVC 的低温增韧剂和抗冲改性剂。此产品主要用来替代 CPE 产品，与 CPE 产品相比 ACM 主要优点是韧性更高、与 PVC 相溶性好、成本低等。目前公司 ACM 产能 1.3 万吨左右，今年年底将扩产 1 万吨。募投的 5 万吨将在明年中期投产。国内 CPE 需求 36 万吨左右。未来 ACM 成长空间广阔。

3、ACR:看点主要是行业向国内转移，受益木塑产品爆发增长

ACR 全称为丙烯酸酯类 PVC 抗冲加工改性剂，简称为 ACR，主要用来提高 PVC 的抗冲击性和加工性能。国内生产的 ACR 成本要低于国外 30%左右，产品质量已达到了国际先进水平。ACR 产品将受益于 ACR 向国内转移。此外木塑产品的爆发增长也将带动 ACR 产品。

4、AMB:受益于进口替代

AMB 学名为丙烯酸丁酯-甲基丙烯酸甲酯-丁二烯共聚物，简称为 AMB，能大幅提升 PVC 制品的低温抗冲性能，特别适合在透明制品中使用。此产品主要用来替代国内进口的 MBS。公司 AMB 目前产能仅 1.6 万吨，国内 08 年进口量达到 5.5 万吨。未来公司产品将受益于进口替代，成长空间十分广阔。

5、盈利预测与投资建议

我们给予公司 11 年 EPS 至 0.75 元，12 年 1.33 元的预测，当前 PE26、15 倍。扣除超募资金当前 PE22、14 倍，维持“强烈推荐”评级。

（三）新纶科技

1、财务费用大幅增加，警惕债务增加引起的财务成本上升

公司三季度财务费用环比增加了 96%，公司负债由年初 4.6 增加到三季度 6.6 个亿，主要是公司净化工程大规模扩张导致垫付资金增加。未来公司天津项目扩张以及净化工程项目扩张所需资金较多，未来财务成本的上升将值得重视。

2、产品需求扩张将使需求增速保持较高水平

电子行业景气下滑，公司行业景气会在一年后得到体现，但公司产品需求未来将扩散到医药、食品饮料、新能源等行业上，我们认为公司未来 3 年增速仍会保持在较高水平上。

3、盈利预测与投资建议

预计公司 11-13 年 EPS0.56 元、0.86 元、1.3 元，对应 PE37、24、16 倍，给予公司强烈推荐评级。

（四）联化科技

1、定制生产模式深深植根于公司的经营理念，大客户需求为研发导向推动公司业绩保持 30%以上增长

联化科技目前与全球前五大农药公司先正达、拜耳、巴斯夫、FMC、杜邦均有定制生产的长期合同，占上述公司定制产品全球采购份额的 50%以上，客户资源优势明显，国内无竞争对手。定制产品处于导入期、成长期，未来仍将保持 30%以上的增长，毛利率锁定在 30%-40%。联化科技与大客户的发展理念趋同，研发实力可以保证与客户在新产品推出之前即与之进行小批量的生产合作，保证与大客户的产品结构调整同步。即新产品独享低风险高利润，不断贡献新的利润增长点。

2、募投项目 2012 年和 2013 年陆续投产，分别增厚 EPS0.19 元和 0.38 元

300 吨唑草酮、500 吨联苯菌胺、300 吨甲虫胺 2012 年 6 月份投产，平均售价 50 万元/吨，2012 年可增加营收 2.2 亿元，净利润 0.5 亿元。2013 年稳定生产营收达 5 亿元，净利润 1 亿元以上。300 吨噁尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸 2013 年 4 月份投产，平均售价 50 万元/吨，2013 年可增加营收 2.0 亿元，净利润 0.4 亿元。2012 年增厚 EPS 约 0.19 元，2013 增厚 EPS 约 0.38 元。

3、收购光气资源及氟化工基地，与大客户合作研发的领域拓宽

光气点属稀缺资源，公司取得光气资源将为公司与大客户合作开发新产品提供原料配套，在原有 8 大核心技术的基础上又增加了新的产品线。拥有氟化工生产基地，可利用公司先进的氟化技术，拓展和延伸主营业务的产业链。保证公司未来高增长率和高利润率。

4、盈利预测与投资建议

未来公司的复合增长达到 30% 以上，由于新产品的投产维持较高的毛利率，11-13 年利润翻番。2011-2013 年全面摊薄 EPS 为 0.74、1.03 元和 1.42 元，相应动态市盈率分别为 28.96、20.91、15.19 倍，我们给予“强烈推荐”评级。

5、风险提示：

汇率风险。医药中间体的发展低于预期。成熟产品毛利率下降。

（五）沧州明珠

1、PE 管材未来成长确定，受益于油价下跌

公司 PE 管材主要包括天然气管道和给水领域，其占收入比例分别为 80% 和 20%。公司市场份额已达到 40% 左右，是国内主要的燃气工程承包和运营商港华燃气、新奥燃气、华桑燃气、中国燃气、华润燃气的主要供应商。此块业务受经济影响较小，而且产品价格调整滞后，将受益于原油价格下跌，公司目前产能 5.1 万吨，明年产能将扩张至 7.1 万吨。

2、BOPA 明年看点在盈利恢复

BOPA 薄膜主要用于蒸煮食品、冷冻真空食品、鲜肉、奶酪、香味食品及盖材等。此块业务受经济影响也较小，但产品的毛利率却由去年年底的 14.78% 降低到今年年中的 5.59%，主要原因是其下游食品行业进行安全整顿，造成食品行业开工不足从而影响了 BOPA 的需求。随着下游开工恢复正常，BOPA 的盈利能力已经在 8 月份开始恢复，此块业务的看点在于盈利的恢复。公司目前产品产能 1.8 万吨，明年将进行产能扩张。

3、锂电池隔膜业务提供想象空间

锂离子电池已广泛应用于笔记本电脑、手机、数码相机、MP3、MP4、蓝牙、PDA 摄影机等消费电子产品上。锂电池隔膜成本占锂电池总成本约为 15~30%，目前世界上只有日本、美国等少数几个国家拥有完整的锂电池隔膜的生产技术和相应的规模化产业。目前国内锂电隔膜年需求量约 3 亿平方米，国内总设计生产能力约为 2 亿平方米，而新能源汽车、风电、太阳能等产业将会使高档隔膜的市场增大 5~10 倍。公司计划非公开增发融资建设 2000 万平米锂电池隔膜，预计将在 13 年下半年投产。此块业务短期对公司影响并不大，主要影响公司估值。

4、盈利预测与投资建议

我们预测公司 11-13 年 EPS 0.38、0.51、0.63 元，当前 PE 23.7、17.7、14.2 倍，我们给予公司“强烈推荐”评级。

（六）上市公司动态和估值

表 10：主要公司动态及估值

公司	代码	最新收盘价	EPS			PE			评级
			11E	12E	13E	11E	12E	13E	
日科化学	300214.SZ	19.25	0.75	1.33	1.89	25.52	14.45	10.20	强烈推荐

新纶科技	002341.SZ	20.77	0.56	0.86	1.30	37.09	24.09	15.98	强烈推荐
永新股份	002014.SZ	14.61	0.84	1.08	1.45	17.47	13.58	10.10	强烈推荐
盐湖股份	000792.SZ	41.47	2.20	3.00	3.50	18.85	13.82	11.85	强烈推荐
冠农股份	600251.SH	23.20	0.80	1.40	1.70	29.00	16.57	13.65	强烈推荐
华鲁恒升	600426.SH	9.53	0.40	0.62	0.70	23.83	15.37	13.61	谨慎推荐
湖北宜化	000422.SZ	20.64	1.45	1.70	1.90	14.23	12.14	10.86	强烈推荐
四川美丰	000731.SZ	8.00	0.53	0.60	0.66	15.09	13.33	12.12	谨慎推荐
烟台万华	600309.SH	14.9	0.90	1.10	1.30	16.56	13.55	11.46	强烈推荐
沧州明珠	002108.SZ	8.93	0.38	0.51	0.63	23.50	17.51	14.17	强烈推荐
联化科技	002250.SZ	22.85	0.74	1.02	1.42	30.88	22.40	16.09	强烈推荐
天马精化	002453.SZ	25.08	0.72	1.36	2.10	34.83	18.44	11.94	强烈推荐
建新股份	300107.SZ	15.51	0.19	0.56	0.75	81.63	27.70	20.68	谨慎推荐
ST 新材	600299.SH	10.04	0.55	0.85	1.22	18.25	11.81	8.23	谨慎推荐
恒逸石化	000703.SZ	41.23	3.94	6.01	7.19	10.46	6.86	5.73	谨慎推荐
云天化	600096.SH	19.63	0.4	1.25	1.4	49.08	15.70	14.02	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 基础化工行业今年以来跌幅 10.19%，在总行业中排名第十.....	4
图 2: 基础化工行业市盈率 30.81 倍，在所有行业中排名 18.....	5
图 3: 10 年、11 年化工行业明显 2 次跑赢大盘.....	5
图 4: 全球钾肥储量分布结构.....	7
图 5: 五个主产国钾肥产量合计占全球总产量走势图.....	7
图 6: 钾肥未来仍呈现垄断局面.....	8
图 7: 小麦库存创历史新高.....	9
图 8: 大豆库存处于历史较高水平.....	9
图 9: 玉米库存处于历史较高水平.....	9
图 10: 氯化钾价格稳中向上.....	10
图 11: 硫酸钾价格走势稳中向上.....	10
图 12: 国内钾肥产量和表观消费量（单位：折纯 K_2O ,万吨）.....	11
图 13: 国内进口量和进口依存度（单位：折纯 K_2O ,万吨）.....	11
图 14: 北美钾肥库存处于历史低位.....	12
图 15: 磷肥出口数量及磷肥出口同比增速.....	12
图 16: 氮磷复肥出口情况.....	12
图 17: 磷矿石产量及同比.....	13
图 18: 磷矿石成本结构.....	13
图 19: 磷矿石价格走高.....	15
图 20: MDI 开工率近几年呈上升趋势.....	16
图 21: 国内 MDI 下游需求结构.....	17
图 22: 全球 MDI 下游消费结构.....	17
图 23: 美国新建私人住宅面积同比 4.8%和 10.22%.....	17
图 24: 美国汽车 10 月产量 81.56 万辆，同比增长 12.51%.....	17
图 25: 纯 MDI 价格和价差走势.....	18
图 26: 聚合 MDI 价格和价差走势.....	18
图 27: 聚醚国内下游需求结构.....	18
图 28: 电冰箱、冷柜、空调同比 12.65%、17.65%、8.46%.....	18
图 29: 汽车 9 月产量 166.49 万辆，同比 1.75%.....	18
图 30: 硬泡聚醚价格与价差走势.....	19
图 31: 国内尿素价格走势.....	20
图 32: 煤头尿素价格价差走势.....	21
图 33: 气头尿素价格价差走势.....	21
图 34: 纯碱历史产能与产量.....	21
图 35: 纯碱产能利用率预测.....	23
图 36: 纯碱下游需求结构.....	24
图 37: 纯碱下游需求增速（单位：%）.....	24
图 38: 氨碱法纯碱价格及价差.....	25
图 39: 联碱法纯碱价格及价差.....	25
图 40: 纯碱产能区域分布.....	25
图 41: 玻璃产能区域分布.....	25
图 42: 全球 PVC 生产走势.....	27
图 43: 全球 PVC 主要消费区域分布.....	27
图 44: 全球 PVC 的消费构成.....	27

图 45: 中国 PVC 生产走势.....	28
图 46: 全球烧碱生产走势.....	29
图 47: 中国烧碱生产走势.....	29
图 48: 中国烧碱消费结构分布.....	30
图 49: 中国烧碱的供求状况.....	30
图 50: 氯碱下游需求结构.....	31
图 51: 塑料人造革 9 月产量 21 万吨, 同比 10.75%.....	31
图 52: 皮革鞋靴 9 月产量 3.98 亿双, 同比-3.65%.....	31
图 53: 9 月房屋新开工面积 1.59 亿平米, 同比 8.91%.....	31
图 54: 乙烯法 PVC 价格及价差走势.....	32
图 55: 电石法 PVC 价格及价差走势.....	32
图 56: 烧碱价格及价差走势.....	32
图 57: 我国主要化工新材料的供求状况 (E)	33
图 58: 2005 年全球精细化工产值欧美日最大.....	35
图 59: 2010 年全球精细化工产值加速转移.....	35

表格目录

表 1: 全球钾肥供求分析 (单位: 千吨, %)	8
表 2: 各个国家钾肥产能预测 (单位: 千吨)	8
表 3: 国内钾肥产能分布.....	10
表 4: 国内磷矿石开采相关政策.....	14
表 5: 相关上市公司磷矿石储量及产能.....	16
表 6: 历年尿素出口政策变迁.....	19
表 7: 2011 年下半年尿素新增产能统计.....	20
表 8 : 2011 年国内纯碱产能分布 (8 月份数据, 单位: 万吨)	22
表 9: 上市公司比较.....	26
表 10: 主要公司动态及估值.....	39

分析师简介[Introduce]

刘威，化工行业高级分析师，2年券商化工行业研究经验和2年基金化工行业分析经验，善于跟踪化工产品价格、价差及行业动态，及时把握投资机会，成功推荐过沧州明珠，沧州大化等黑马。2011年上半年成功把握住氯碱的一轮行情。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璐	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127728	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许力平	广深	020-87374866	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040