

李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

021-50588666-8045

Lilll@ccnew.com

大宗品关注整合及需求刚性, 新材料寻求成长

——化工行业 2012 年年度投资策略

## 研究报告-行业策略

同步大市 (维持)

发布日期: 2011 年 12 月 20 日

### 盈利预测和投资评级

| 公司简称 | 2011EPS | 2012EPS | 2012PE | 评级 |
|------|---------|---------|--------|----|
| 兴发集团 | 0.70    | 0.92    | 22.00  | 增持 |
| 盐湖股份 | 2.51    | 3.06    | 13.30  | 增持 |
| 金发科技 | 0.78    | 0.96    | 16.32  | 增持 |
| 多氟多  | 0.56    | 0.64    | 41.80  | 增持 |
| 永太科技 | 0.38    | 0.68    | 29.85  | 增持 |
| 联化科技 | 0.73    | 1.01    | 22.62  | 增持 |
| 天马精化 | 0.90    | 1.45    | 16.62  | 增持 |
| 雅本化学 | 0.56    | 0.89    | 26.10  | 增持 |

注: 股价为 2011 年 11 月 29 日收盘价

### 化工行业相对沪深 300 指数表现



### 相关研究

中原证券 20101149\_策略-AAA-石化行业 2011 年投资策略: 关注原油上涨受益品种及新兴产业板块

中原证券 20110538\_策略-AAA-化工行业 2011 年下半年投资策略-成本压力增加, 政策左右行业

联系人: 顾敏豪

电话: 021-50588666-8012

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

### 投资要点:

- **2011 年收入利润高速增长, 但毛利率水平低于十年历史均值。**前三季度行业收入和利润同比增长依然较快; 利润总额增速超越销售收入增速近 15 个百分点, 销售利润率 6.39%, 仅次于 2004 年 7.15% 的历史最高水平; 但毛利率仅为 15.26%, 低于近 10 年来的平均水平 16.29%, 由此可见, 化工行业整体成本压力较大, 销售利润的高速增长, 更多来源于三项费用的良好控制。化学原料及专用化学品板块的景气度较高。
- **大宗化学品关注整合及需求刚性。**预计 2012 年原油价格维持高位、电价上涨, 内外需增速放缓, 行业竞争加剧。建议关注氯碱等周期下滑大宗品中龙头企业受益自发整合的投资机会; 关注政策引导下磷矿石、萤石等资源类产品相关的整合机会。关注需求刚性, 竞争态势良好、价格存在上涨预期的钾肥板块。
- **新材料和精细化学品建议关注具备成长空间的优质个股。**如新能源汽车锂电领域的优质上市公司多氟多 (002407); 太阳能领域的奥克股份 (30082)、新大新材 (300080)、回天胶业 (300041)、东材科技 (601208) 以及红宝丽 (002165); 煤层气开采概念的天科股份 (600378); 具备节能环保技术优势的万邦达 (300055)、三维工程 (002469)。以及产品技术突破带来增长空间的优质个股, 如农药医药中间体生产商雅本化学 (300261)、电荷调节剂生产商鼎龙股份 (300054)、可降解塑料生产商金发科技 (600143)、液晶化学品及医药化学品生产商永太科技 (002326)。
- **风险提示:** 油价上涨过快、政策调整、经济波动等风险。

## 目 录

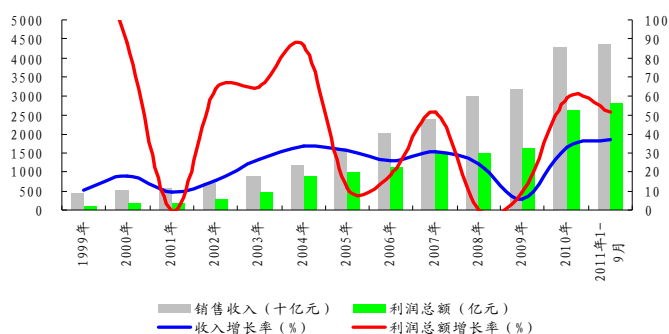
|                                          |           |
|------------------------------------------|-----------|
| <b>1、2011 年：整体毛利率水平较低，子板块出现分化 .....</b>  | <b>3</b>  |
| 1.1 收入利润高速增长，但毛利率水平依然较低 .....            | 3         |
| 1.2 化学原料及专用化学品表现突出 .....                 | 4         |
| 1.3 估值水平依然较高 .....                       | 5         |
| <b>2、2012 年大宗品：竞争加剧，关注整合和需求刚性 .....</b>  | <b>6</b>  |
| 2.1 2012 年成本重心进一步上移 .....                | 6         |
| 2.1.1 原油走势先抑后扬，均价维持在 95 美元/桶附近 .....     | 6         |
| 2.1.2 电价上涨使得大部分化工企业成本上涨 .....            | 7         |
| 2.2 内外需增长压力较大，大部分行业竞争加剧 .....            | 8         |
| 2.3 2012 年大宗化学品投资策略 .....                | 8         |
| 2.3.1 关注行业自发整合带来的投资机会。 .....             | 9         |
| 2.3.2 关注政府引导下整合带来的投资机会 .....             | 9         |
| 2.3.3 关注需求相对刚性的钾肥板块 .....                | 10        |
| <b>3、新材料及精细化学品：探寻具备行业成长空间的优质个股 .....</b> | <b>11</b> |
| 3.1 “十二五”战略新兴产业更具投资价值 .....              | 11        |
| 3.2 技术进步带来的成长空间也不容忽视 .....               | 12        |
| 3.3 化工新材料及精细化学品投资建议 .....                | 12        |
| <b>4、风险提示 .....</b>                      | <b>13</b> |
| <b>附录一：重点上市公司估值比较 .....</b>              | <b>13</b> |
| <b>附录二：重点公司股份解禁时间及解禁比例 .....</b>         | <b>13</b> |
| <b>附录三：重点上市公司分析 .....</b>                | <b>14</b> |

## 1、2011 年：整体毛利率水平较低，子板块出现分化

### 1.1 收入利润高速增长，但毛利率水平依然较低

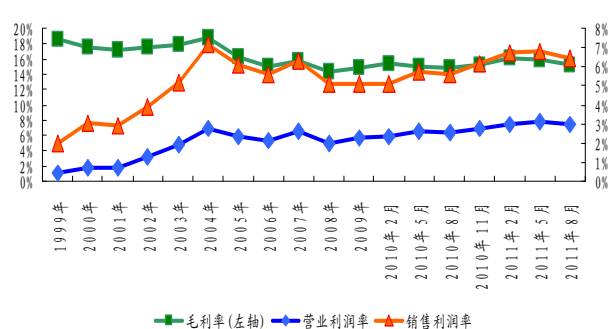
2011 年前三季度化学原料及化学制品制造业实现产品销售收入 43709.89 亿元，较上年同期增长 37.13%，增长速度较 2010 年全年水平上升了近 4 个百分点；实现利润总额 2793 亿元，较去年同期增长 51.20%，增长速度较 2010 年全年下降了近 8 个百分点。

图 1：化工原料及制品业收入利润仍高速增长



资料来源：国家统计局

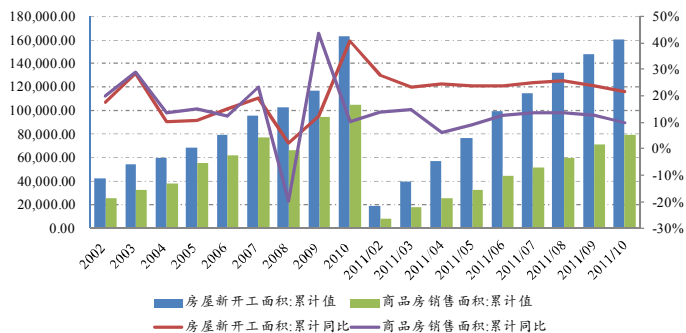
图 2：化学原料及化学制品业盈利能力变化



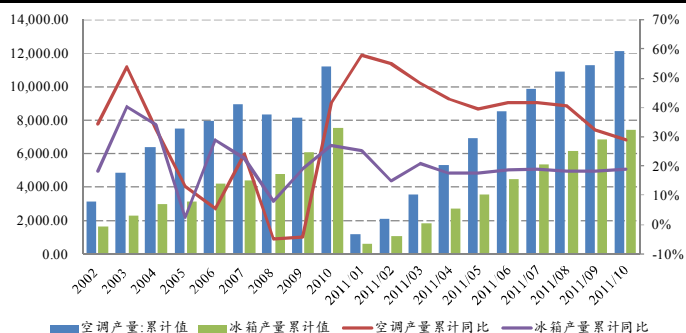
资料来源：国家统计局

图 3：化工下游行业情况

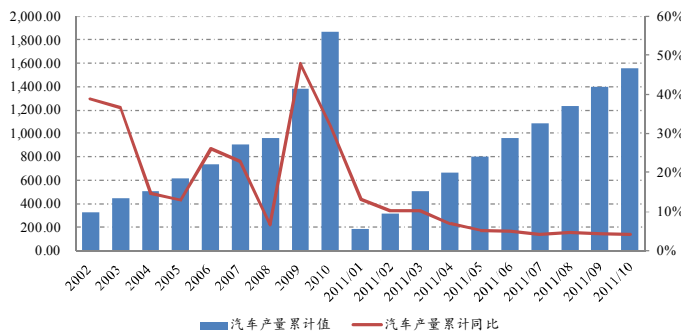
房地产开工、销售面积及同比（单位：万平方米）



空调、冰箱产量及同比（单位：万台）



汽车产量及同比（单位：万辆）



服装产量及同比（单位：万件）



资料来源：中原证券、国家统计局

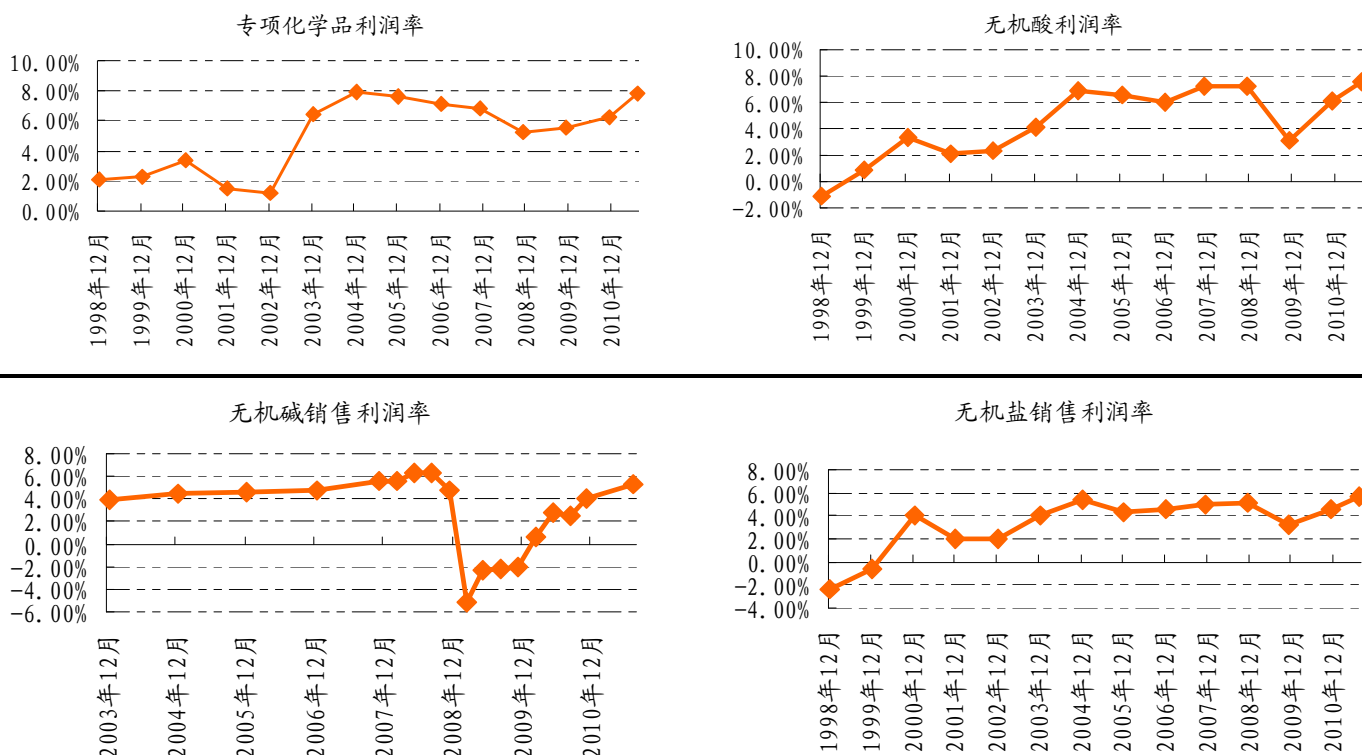
销售利润率为 6.39%，仅次于近十年来 2004 年 7.15% 的历史最高水平；营业利润率为 7.43%，为近十年来的最高水平。然而从毛利率看，截止 2011 年 8 月，化学原料及化学制品制造业的毛利率水平为 15.26%，低于近 10 年来的平均水平 16.29%，由此可见，销售利润的高速增长，更多来源于三项费用的良好控制。

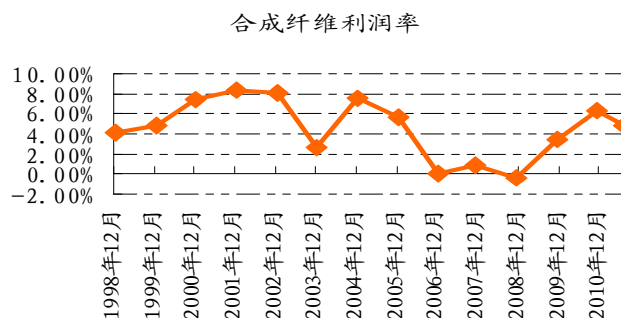
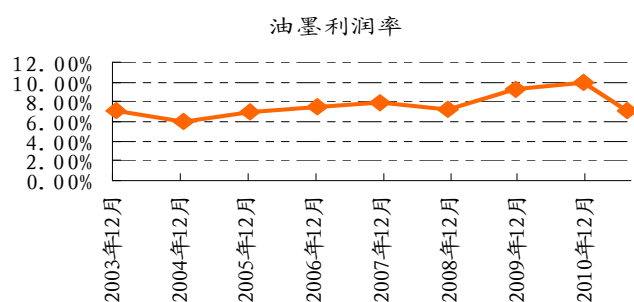
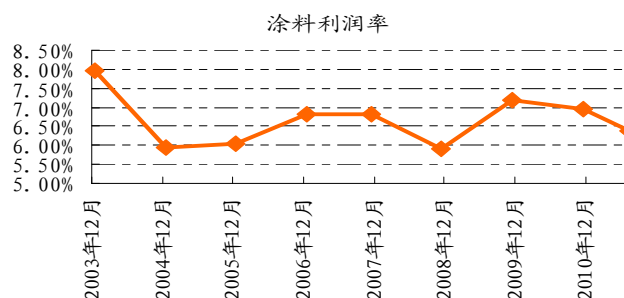
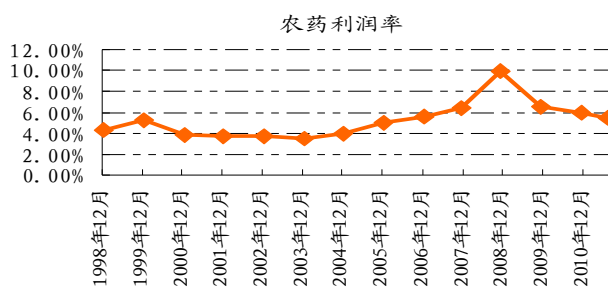
分季度看，毛利率逐季下滑的态势较为明显，1 季度全行业毛利率为 16.10%，1-2 季度为 15.86%，1-3 季度下滑至 15.26%，与 2010 年全年毛利率水平（15.25%）基本相当；四季度，随着电力及油气等能源成本的上涨，预计毛利率水平将进一步下滑，整体盈利能力或将弱于 2010 年。下游需求增速放缓，电煤气等能源价格上涨，制约化工行业整体盈利能力恢复。

## 1.2 化学原料及专用化学品表现突出

分板块看，2011 年前三季度，化学原料及专用化学品板块的景气度较高，不仅利润增速大大高于收入增速，同时行业的盈利能力也普遍高于历史平均水平，尤其是专用化学品，其盈利能力已创出历史新高。相反，涂料、油墨、染料、农药以及合成纤维等子板块仍处于景气度下行阶段。

图4：化工子行业盈利情况





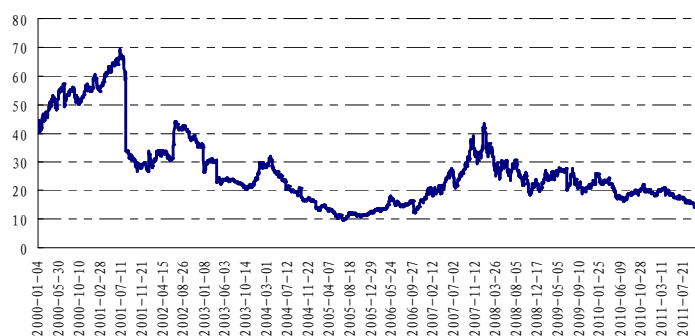
资料来源：中原证券、国家统计局

### 1.3 估值水平依然较高

目前化工板块的整体估值水平为 14.47 倍（TTM，整体法），与 2005 年 2 月和 2006 年 4 月估值水平相当，与历史底部 9.69 倍仍有一定的差距，同时高于 A 股（13.55 倍）和沪深 300（10.91 倍）的估值水平。

2005 年 2 月与 2006 年 4 月对应的油价水平分别在 40-50 美金/桶，以及 60-70 美金/桶之间，均低于目前油价百元附近的水平，后期成本的高企与下游需求的疲软将进一步推动化工行业的估值走高。

图 5：近 10 年化工行业市盈率走势（TTM，整体法） 单位：倍



资料来源：中原证券，Wind

## 2、2012 年大宗品：竞争加剧，关注整合和需求刚性

### 2.1 2012 年成本重心进一步上移

在没有战争等突发因素的影响下,预计 2012 年原油均价与 2011 年相当,但电、煤等能源价格重心上移,节能减排力度的加强也将带来全行业政策成本的提升。

#### 2.1.1 原油走势先抑后扬,均价维持在 95 美元/桶附近

##### ➤ 美元指数前强后弱

从 2012 年美元指数走势看,有可能呈现前强后弱的走势。2012 年上半年是欧债危机的集中爆发期,不排除欧洲央行出台超预期的货币量化宽松政策,同时,出于避险情绪的考虑,美元指数走强的概率较大;下半年到期债务有所减少,欧债危机缓解,美国或将出台针对房地产领域的量化宽松政策,尽管幅度不如 QE2,但对美元走软也有一定的推动作用,下半年,美元指数下行的概率较大。从这个角度看,2012 年原油价格或将出现前低后高的走势。

图 6: WTI 近月原油价格基本和美元走势呈反向变动趋势



资料来源: POBO, 中原证券

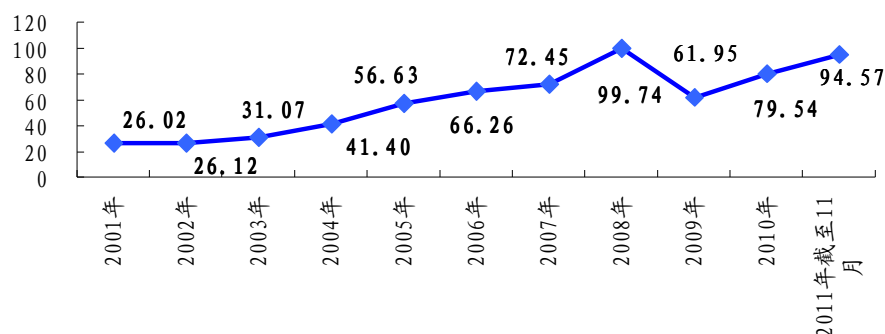
##### ➤ 国内 GDP 走势也将先抑后扬

从 2012 年国际原油市场的供需状况看,目前石油定价话语权更多地偏向于消费国,因此,需求对原油价格的影响更大。与传统发达国家,非经合组织国家,尤其是我国的强劲需求是原油需求增长的主力。2012 年上半年,国内面临经济去杠杆、地产去泡沫的一系列问题,GDP 增速或将进一步放缓,出现低于 8%的概率较大,同时,受欧债问题冲击,欧美经济体出现衰落的

概率接近 50%，这均不利于上半年原油价格走高，在没有超预期的货币宽松政策出台之前，随着 2011 年冬季用油旺季过去后，原油价格或将震荡下行，二季度见底概率较大。三季度后随着用油旺季的到来以及国内外经济形势的好转，原油价格有望反弹。

综上，在没有其他突发因素出现的背景下，预计 2012 年原油价格先抑后扬的走势较为显著，均价与 2011 年相当，在 95 美元/桶附近。上半年大部分化工产品价格跟随油价下跌的概率较大，但下半年有望反弹。

图 7: WTI 近月原油价格历年均价走势



资料来源: POBO, 中原证券

#### ➤ 伊朗危机若恶化将加速推动油价上涨

伊朗核争端近期有升级迹象，一旦与西方发生战争，承担运输全球 20% 石油供应的霍尔木兹海峡将被切断，这将推动国际原油价格的加速上涨，与前两个因素相比，这一因素超出了我们的掌控范围。一旦战争爆发，全球原油价格的走势将背离我们此前的判断，短期内飙升的可能性较大，届时，资源品价格将跟随上涨，有望走出一波表现不错的行情。

#### 2.1.2 电价上涨使得大部分化工企业成本上涨

中电联表示，电煤供需矛盾突出，未来几年缺电的形势会比“十一五”后期更为紧张，局部地区电力紧张的范围更大，缺口也会更大，预计到 2012 年全国最大的电力缺口会达到 5000 万千瓦左右，到 2013 年会达到 7000 万千瓦左右。

在这样的背景下，发改委于 2011 年 11 月 30 日上调全国平均销售电价 3

分钱，这对大部分高耗能的化工企业影响较大，并且影响将主要体现在 2012 年。

以黄磷为例，按照 1 吨黄磷消耗 12000 度电，售价 18500 元/吨（含税）计算，电价每上涨 1 分钱，黄磷吨成本增加 120 元。毛利率将下降 1 个百分点，电价上涨 3 分，意味着黄磷的毛利率将下降 3 个百分点，而黄磷的毛利水平一直偏低，在 10% 附近，3 个百分点的降幅对企业的影响较大。

## 2.2 内外需增长压力较大，大部分行业竞争加剧

2012 年是欧债危机的集中爆发期，欧美经济增长放缓带来外需下滑，以反倾销为主的新贸易保护措施日渐盛行，化工产品的出口市场不容乐观。我国经济发展结构中不协调、不可持续的矛盾问题仍很突出，国内经济增长下行压力较大。政策重点调控领域房地产相关的纯碱、PVC、大宗有机硅产品、涂料等行业周期下行压力较大，农药、轮胎等严重依赖出口的子板块盈利也将在低位徘徊。

**PVC:** PVC 行业产能过剩严重，2010 年全行业产能 2000 万吨，表观消费量仅为 1100 万吨左右，开工率连续 4 年维持在 60% 以下；2012 年，PVC 产能将达到 2250 万吨，同比增长 9.8%，而下游主要消费领域房地产行业受国家宏观调控影响，新开工面积增速放缓，2011 年 10 月，房地产新开工面积同比仅增长 2%，环比下降 20%。需求增速的放缓使得行业的供求矛盾更为突出。此外，80% 的 PVC 采用电石法工艺生产，电石行业在“十二五”期间将淘汰半数产能，行业有序竞争，加之电价上涨有利于支撑电石价格，给 PVC 行业带来一定的成本压力。

**农药:** 由于国内可耕作面积的缩小和高效低毒低用量药剂推广面积进一步加大，农药用量不增反降，产能过剩导致低价竞争，仍是打击农药企业效益增长的主要原因，预计 2011 年农药产量可达 250 万吨左右，而国内需求总量约为 30.8 万吨；如果出口量每年能保持在 120 万吨左右，我国农药库存量高达 100 万吨左右。假设 2012 年农药行业保持 15% 的需求增速，出口量维持在 120 万吨左右不变，产量维持在 250 万吨，农药的库存依然高达 95 万吨左右，竞争仍然激烈。与此同时，随着国外高效低毒农药新品种的推出，传统国内农药出口量将有所下滑，这将加剧国内农药的产能过剩。

## 2.3 2012 年大宗化学品投资策略

大宗化学品同质化程度较高，竞争较为充分，存在由供需关系决定的价格周期性波动；2012 年，随着成本高企，下游需求增速放缓，大部分大宗化学品进入了周期下行阶段。行业整体走势难以超越大盘，给予行业“同步大

市”的投资评级，建议围绕“整合”以及“需求刚性”这两个角度选择投资机会。

### 2.3.1 关注行业自发整合带来的投资机会。

2012年，政府对房地产市场调控的决心不会改变，我国的房地产市场很难出现转机，相应的化工产品如纯碱、PVC、涂料、大宗有机硅产品等仍然处于景气度下行或低迷阶段，产品价格上涨乏力，加之成本重心的上移必将压缩相关产品的盈利空间，行业竞争加剧，整合不可避免。以PVC为例，目前行业前20家企业总产能占比为35%左右，集中度不高，后期仍然具备一定的整合空间，建议关注具备煤炭和电力资源的西部氯碱企业，如英力特（000635）等。

### 2.3.2 关注政府引导下整合带来的投资机会

**磷化工板块仍然具备投资价值。**磷矿石为稀缺资源，按照目前每年近7000万吨的年开采量，我国的磷矿石资源将在30-40年内消耗殆尽。为了更好地保护磷矿石资源，2004年开始我国各大产磷大省就陆续出台了相关政策对磷矿石资源进行整合。目前云南和贵州两大产磷大省已经完成了对磷矿石资源的整合，70%以上的磷矿石分别集中在云南云天化集团以及贵州瓮福集团和贵州开磷集团手中，而湖北省的磷矿石资源分布依然较为分散，为此，2011年7月，湖北省提出设立省级磷矿规划区的政策，从2011年起，除省级地勘基金项目外，暂停磷矿规划区内所有矿种探矿权采矿权审批；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。

与此同时，国家也在2011年8月发布的“十二五矿业规划”中制定了磷矿产业准入标准，提高新建矿山最低开采规模和准入门槛；以产业结构优化升级为主线，以矿肥、矿化结合为方向推进资源整合，逐步淘汰和兼并没有磷矿资源支撑和优势的企业。

政策的出台，一方面将使得我国尤其是湖北省的磷矿石资源进一步向优质企业集中，价格低于价值的现象将难以为继，另一方面，在资源整合的进程中，磷矿石的供给受限，也在一定程度上推升了磷矿石的价格。后期随着，磷矿开采和维护成本的提升，磷矿石价格将稳步上涨。可重点关注湖北省磷矿石概念优质个股兴发集团（600141）。

**氟化工板块也可重点关注。**2012年氟化工产品R22仍然处于供求紧平衡状态，随着消费旺季的到来，价格有望再次上涨，可关注优质氟化工企业巨化股份（600160）；同时，氟化工“十二五”规划对氟化氢、氟化盐等无

机氟化工产品的准入也提出了一定的要求，作为无机氟化盐的龙头多氟多（002407）更将受益于行业整合，值得重点关注。

表 1：2011 年以来氟化工及磷化工领域的相关政策

|                  |                  |                    |                                                                                                                                                                                            |
|------------------|------------------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 一<br>氟<br>化<br>工 | 2010 年 3 月 23 日  | 《萤石行业准入标准》         | 萤石选矿单条生产线日处理矿石能力应 $\geq 100$ 吨（每年按 300 天计算）。矿山开采规模在 3 万吨/年以上的企业，要求有相应配套的选厂。萤石采选企业地下开采回采率应达到 75%，露天开采回采率应达到 90% 以上，选矿回采率应达到 80% 以上                                                          |
|                  | 2011 年 3 月 9 日   | 《氟化氢行业准入条件》        | 新建氟化氢生产装置、新设立氟化工企业应当符合当地产业发展规划和土地利用总体规划，应当有稳定可靠的萤石等资源保障。除开发生产高纯、超净的电子等行业专用氟化氢产品和生产自用的氟化氢原料外，不得新建、扩建非原料用的氟化氢生产装置。新建企业氟化氢总规模不得低于 5 万吨/年，单套生产能力不得低于 2 万吨/年（资源综合利用方式除外）                        |
|                  | 2011 年 11 月 10 日 | 《中国氟化工行业“十二五”发展规划》 | 到 2015 年，无机氟化物、氢氟酸的总产能控制在 160 万吨，产量 110 万吨左右。氟化盐总产能控制在 120 万吨，产量 90 万吨左右。氟化烷烃及 ODS 替代品，总产能控制在 100 万吨。含氟聚合物，总产能将达到 13.4 万吨，产量达到 9.4 万吨。各类氟化工产品总产能将达到 450 万吨，中高端产品比例提高到 20%，总产值预计将达 1500 亿元。 |
| 磷<br>化<br>工      | 2011 年 7 月       | 湖北省提出设立省级磷矿规划区     | 从 2011 年起，除省级地勘基金项目外，暂停磷矿规划区内所有矿种探矿权采矿权审批；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                                                                                              |
|                  | 2011 年 8 月       | 《化工矿业“十二五”发展规划》    | 在“十二五”期间制定磷矿产业准入标准，提高新建矿山最低开采规模和准入门槛；以产业结构优化升级为主线，以矿肥、矿化结合为方向推进资源整合，逐步淘汰和兼并没有磷矿资源支撑和优势的企业                                                                                                  |

资料来源：中原证券

### 2.3.3 关注需求相对刚性的钾肥板块

粮食供应压力长期存在，钾肥用量稳步增长。目前全球人口已超过 70 亿，近 10 年增长 10 亿，人均耕地面积却在下降，原油价格高位带来的生物能源开发热情，以及发展中国家食品消费结构的升级都将使得全球粮食供应的压力长期存在。无论是通过提高种植面积亦或是提高单产的方式来增加粮食产量，钾肥的用量均将稳步增长。

**2012 年钾肥合同价格上涨是大概率事件。**目前钾肥全球库存低于历史平均水平，主要进口国印度已经签订了 2012 年钾肥进口合同大单，进口价

格为 530 美元，BPC 表示未来与中国签订的合同价格不会低于 530 美金。可重点关注钾肥优质个股盐湖股份（000792）；

### 3、新材料及精细化学品：探寻具备行业成长空间的优质个股

#### 3.1 “十二五”战略新兴产业更具投资价值

精细化学品一般是指大宗化学原料的深加工产品，具备产品种类多，单一产品需求量小，与客户互动紧密，产品附加值高等特点。对于多数精细化学品来讲一般其市场容量基数相对较小，但如若具备成长空间，未来则将出现高速增长的现象。高成长意味着可以给予相应公司高溢价，因此，对于精细化学品来讲，选择并投资具备成长空间的个股是关键所在。

行业的成长空间受多方面因素影响，其中，政策是首要影响因素，政策的种类有很多，包括产业发展规划，税收政策、产业补贴等财政政策，其中又以产业发展规划最为重要，其他政策均围绕产业发展规划相应制定。国家产业政策鼓励和支持的领域具备更大的成长空间。

“十二五”将成为我国化工产业的重要转型期。“十二五”期间，我国石化行业将努力朝向三个目标转变——从发展基础化工原料向发展高新化工产品转变，从规模化发展初级化工产品向发展高附加值化工产品转变，从粗放型生产向资源节约、环境友好型转变。

2010 年 9 月 8 日，国务院审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，“十二五”期间将加快推进节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等 7 个产业的发展。这意味着，相应的财税政策将在“十二五”期间向这些领域倾斜，这为相应领域的精细化学品打开了成长空间。

以锂电池电解液原料六氟磷酸锂为例，2009 年其全球需求量约为 4000 吨，主要应用于电动工具、电动自行车等领域。2010，我国汽车销量超过 1800 万两，按照《节能与新能源汽车发展规划》草案，到 2020 年，我国的新能源汽车产业化和市场规模将达到全球第一，其中新能源汽车(插电式混合动力汽车、纯电动汽车、氢燃料电池汽车等)保有量达到 500 万辆，即实现 25%左右的替代，按照纯电动汽车 5%的替代率计算，到 2020 年，我国的纯电动汽车将达到近 100 万辆，按照每辆电动车需用 40kg 电解液、每吨电解质可生产 10 吨电解液计算，100 万辆电动车需要 4000 吨的六氟磷酸锂，这意味着 100 万辆电动车的发展将拉动六氟磷酸锂的需求量翻一番。

另以生物可降解塑料为例，与石油基塑料相比，该产品具备良好的可降解性，能够有效解决废塑料处理难的环境污染问题，但由于制造成本较高(根据类型不同是传统石油基塑料成本的 1.5 倍、3 倍甚至几十倍)，国内又没有相应的政策支持，我国的可降解塑料以外贸为主，国内市场并未打开。未来随着国家对该领域补贴政策的出台，在政府的引导下国内市场有望打开，以 1% 的国内塑料市场替代率计算，我国生物可降解塑料的产量将达到 58.30 万吨，较目前生物塑料产能翻一番(目前产能约为 25 万吨)。

### 3.2 技术进步带来的成长空间也不容忽视

以上市公司雅本化学(300261)的业务为例，公司主营业务为向杜邦提供新型杀虫剂氯虫苯甲酰胺的中间体 BPP，该业务占公司收入和毛利比例均在 75% 以上，未来该业务的增长主要来自于杜邦氯虫苯甲酰胺产能的扩张，呈稳步增长态势。

而公司未来业绩真正的爆发点则有可能来源于一种新型抗肿瘤药物中间体的业务。这一抗肿瘤药物是罗氏近年来新开发出的名为“Vemurafenib”的抗黑色素瘤药物。该药物属于疗效显著而毒副作用却较小的小分子靶向型药物，对癌基因 BRAF 突变的黑色素瘤患者疗效优势显著。根据新英格兰医学杂志报道，其与现有的皮肤肿瘤药物氮烯咪胺相比，在总体存活率和无疾病进展存活率方面均具有明显优势。此外，现有的药物氮烯咪胺不是靶向型药物，对人体伤害很大。

若以黑色素瘤目前患者 15 万人计算，其中约三分之一的患者具有癌基因 BRAF 突变，约三分之一的患者由于氮烯咪胺没有疗效而需选择罗氏的新药 Vemurafenib，即约 1.5 万人将受该药物的治疗。届时对公司该药物中间体的需求将达到 80 吨以上，约为公司带来 4.8 亿元的收入(公司 2010 年收入为 1.84 亿元)；若以 2019 年七大医药市场黑色素瘤的患者 20 万人计算，届时对中间体的需求在 400 吨以上，市场容量将达到 24 亿。技术的进步为该中间体的发展带来了巨大的空间。

### 3.3 化工新材料及精细化学品投资建议

综合以上分析，在把握新材料、精细化学品的投资时，既要符合国家的政策导向，同时要准确的把握技术的发展方向，从中精选个股。建议投资者从以下几个角度切入，选择优质个股。

**关注原油对外依存度提升带来的投资机会。**我国的原油对外依存度一直在 50% 以上，到 2015 年有望上升至 65%，原油对外依存度过高对我国的战略安全及经济发展都是极为不利的。在这样的背景下，国家必将加大节能环保

保及新能源领域的投入，从而催生相关领域优质个股一定的投资机会。建议关注新能源汽车锂电领域的优质上市公司多氟多（002407）；太阳能领域的奥克股份（30082）、新大新材（300080）、回天胶业（300041）、东材科技（601208）以及红宝丽（002165）；煤层气开采概念的天科股份（600378）。节能环保专用化学品双龙股份（300108）、具备节能环保技术优势的万邦达（300055）、三维工程（002469）。

**关注产品技术突破带来成长空间的优质个股。**如农药医药中间体生产商雅本化学（300261）、电荷调节剂生产商鼎龙股份（300054）、可降解塑料生产商金发科技（600143）、液晶化学品及医药化学品生产商永太科技（002326）。

#### 4、风险提示

- 成本增加较快风险：2012 年能源成本、原料成本和运输成本如若增长过快，行业压力较大；
- 政策风险：资源税调整等政策出台，将会增加部分行业或公司的税赋；
- 经济增长速度放缓风险：宏观经济运行具有一定的不确定性，存在经济增长速度放缓的可能。

#### 附录一：重点上市公司估值比较

表 2：重点公司估值表（元，倍）

| 公司名称 | 每股收益  |       |       | 每股净资产 | 收盘价<br>(11/29) | 市盈率    |       |       | 市净率  | 投资评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|-------|-------|------|------|
|      | 2010A | 2011E | 2012E |       |                | 2010A  | 2011E | 2012E |      |      |
| 兴发集团 | 0.51  | 0.7   | 0.92  | 5.12  | 20.24          | 39.69  | 28.91 | 22.00 | 3.95 | 增持   |
| 盐湖股份 | 1.44  | 2.51  | 3.06  | 8.61  | 40.69          | 28.26  | 16.21 | 13.30 | 4.73 | 增持   |
| 金发科技 | 0.41  | 0.78  | 0.96  | 3.07  | 15.67          | 38.22  | 20.09 | 16.32 | 5.10 | 增持   |
| 多氟多  | 0.21  | 0.56  | 0.64  | 10.25 | 26.75          | 127.38 | 47.77 | 41.80 | 2.61 | 增持   |
| 永太科技 | 0.21  | 0.38  | 0.68  | 3.89  | 20.3           | 96.67  | 53.42 | 29.85 | 5.22 | 增持   |
| 联化科技 | 0.51  | 0.73  | 1.01  | 4.24  | 22.85          | 44.80  | 31.30 | 22.62 | 5.39 | 增持   |
| 天马精化 | 0.48  | 0.9   | 1.45  | 6.08  | 24.1           | 50.21  | 26.78 | 16.62 | 3.96 | 增持   |
| 雅本化学 | 0.44  | 0.56  | 0.89  | 6.38  | 23.23          | 52.80  | 41.48 | 26.10 | 3.64 | 增持   |

资料来源：中原证券

#### 附录二：重点公司股份解禁时间及解禁比例

表 3: 重点公司股份解禁时间及解禁比例

| 股票名称 | 解禁时间       | 解禁股数<br>(万股) | 解禁股类型    | 占流通股本<br>比例% | 占总股本<br>比例% |
|------|------------|--------------|----------|--------------|-------------|
| 兴发集团 | 2013/04/22 | 5688.46      | 定向增发机构配售 | 1.56         | 1.56        |
| 盐湖股份 | 2014/03/28 | 97019.52     | 其他类型     | 62.70        | 61          |
| 金发科技 | ——         | ——           | ——       | 全流通          | 全流通         |
| 多氟多  | 2013/05/20 | 5830.74      | 首发原股东限售股 | 26.96        | 26.20       |
| 永太科技 | 2012/12/24 | 16164.00     | 首发原股东限售股 | 67.52        | 67.27       |
| 联化科技 | ——         | ——           | ——       | 全流通          | 全流通         |
| 天马精化 | 2017/07/20 | 5838.76      | 首发原股东限售股 | 49.96        | 48.66       |
| 雅本化学 | 2012/09/06 | 280.00       | 首发原股东限售股 | 23.05        | 7.50        |
|      | 2014/09/09 | 6120.00      | 首发原股东限售股 | 67.48        | 67.48       |

资料来源：中原证券、WIND

### 附录三：重点上市公司分析

## 兴发集团 (600141): 磷化工龙头, 磷矿资源提升公司价值

增持 (维持)

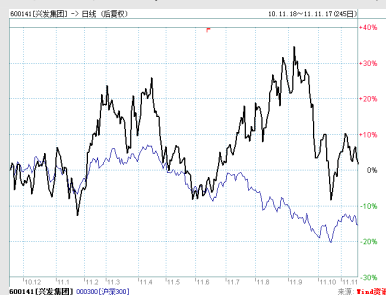
### 市场数据 (2011 年 11 月 29 日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 20.24       |
| 一年内最高/最低 (元) | 27.93/17.68 |
| 沪深 300 指数    | 2608.57     |
| 市净率 (倍)      | 3.95        |
| 流通市值 (亿元)    | 72.82       |

### 基础数据 (2011 年 09 月 30 日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 每股净资产 (元)    | 5.12        |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.96        |
| 毛利率 (%)      | 13.34       |
| 净资产收益率 (%)   | 10.27       |
| 资产负债率 (%)    | 72.81       |
| 总股本/流通股 (万股) | 36548/35980 |
| B 股/H 股 (万股) | /           |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 投资要点:

● **国内磷化工行业龙头。拥有丰富的磷矿石资源, 未来磷矿储量仍有望大幅增长。**公司拥有 1.6 亿吨磷矿石储量和约 265 万吨的产能, 在新矿区勘探完成和磷化集团磷矿注入之后, 公司的磷矿石储量和产能都将大幅提升, 其中储量有望增长至 3.7 亿吨。

● **磷矿资源整合使得磷矿石价格步入长期上升通道, 公司将从中受益。**磷矿石属于稀缺资源; 国内部分矿山已面临枯竭, 或品位下降的境地, 为了更好地保护磷矿石资源, 湖北省和国家都相继出台了磷矿整合、产业准入的政策, 预计未来几年磷矿资源将逐步向优势企业集中, 同时有效供给也将逐步减少, 这些都将推升磷矿石价格。公司作湖北省磷矿龙头企业, 必将从中磷矿资源整合中受益。

● **磷肥、精细磷化工业务助推公司成长。**2012 年年初公司 60 万吨磷肥项目将投产, 该项目具备显著的资源区位优势, 竞争优势明显; 精细磷化工业务方面, 公司年产 1 万吨的电子级磷酸项目已经投产, 同时, 公司与瑞士 Dequest 公司合资, 成立湖北富兴化工公司, 从事高附加值磷精细化学品磷酸盐的生产, 产品全部出售给 Dequest 公司, 这使得公司的磷精细化工业务覆盖面又更加拓宽。

● **估值建议:**预计公司 2011、2012 年的每股收益分别为 0.70 元和 0.92 元, 相对公司 11 月 29 日的收盘价 20.24 元, 动态市盈率分别为 29 倍和 22 倍, 估值水平基本合理, 给予公司“增持”的投资评级。

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

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

# 盐湖股份 (000792): 钾肥存在涨价预期, 公司业绩稳步提升

**增持 (维持)**

## 市场数据 (2011 年 11 月 29 日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 40.69       |
| 一年内最高/最低 (元) | 68.90/37.03 |
| 沪深300 指数     | 2608.57     |
| 市净率 (倍)      |             |
| 流通市值 (亿元)    |             |

## 基础数据 (2011 年 09 月 30 日)

|              |              |
|--------------|--------------|
| 每股净资产 (元)    | 8.61         |
| 每股经营现金流 (元)  | 1.09         |
| 毛利率 (%)      | 69.47        |
| 净资产收益率 (%)   | 17.67        |
| 资产负债率 (%)    | 44.80        |
| 总股本/流通股 (万股) | 159051/57705 |
| B 股/H 股 (万股) | /            |

## 个股相对沪深 300 指数走势



## 投资要点:

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

● **钾肥全球供需偏紧, 市场回暖。**全球钾肥供应紧张的局面在 2013 年前难以缓解, 国际钾肥价格呈现上涨态势, 我国钾肥对外依存度高达 40%, 2012 年钾肥进口合同价格预计不低于印度与 BPC 签订的 530 美元/吨的执行价格, 较 2011 年下半年进一步上涨。公司将从中获益。

● **新建项目提升公司产能。**公司启动了盐湖资源综合利用项目, 一期项目已于今年上半年投料生产, 部分装置已产出合格产品, 二期将于明年上半年试车; 该项目对盐湖地区丰富的天然气和各种盐资源进行综合利用。项目建成后, 公司将成为大型钾肥生产基地和大型盐化工基地。

● **估值建议:** 预计公司 2011、2012 年的每股收益分别为 2.51 元和 3.06 元, 相对公司 11 月 29 日的收盘价 40.69 元, 动态市盈率分别为 16.21 倍和 13.30 倍, 估值水平基本合理, 给予公司“增持”的投资评级。

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

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

## 金发科技 (600143): 生物可降解塑料发展可期

增持 (维持)

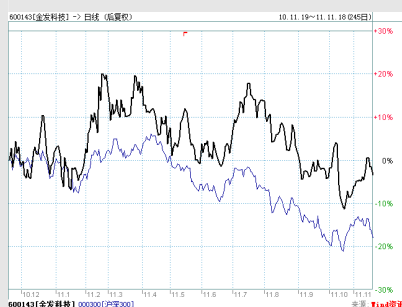
### 市场数据 (2011 年 11 月 29 日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 15.67       |
| 一年内最高/最低 (元) | 19.36/13.48 |
| 沪深300 指数     | 2608.57     |
| 市净率 (倍)      | 5.10        |
| 流通市值 (亿元)    | 218.83      |

### 基础数据 (2011 年 09 月 30 日)

|              |               |
|--------------|---------------|
| 每股净资产 (元)    | 3.07          |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.13          |
| 毛利率 (%)      | 18.50         |
| 净资产收益率 (%)   | 18.93         |
| 资产负债率 (%)    | 51.83         |
| 总股本/流通股 (万股) | 139650/139650 |
| B 股/H 股 (万股) | /             |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 投资要点:

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

● **生物可降解塑料将成为公司业绩新增长点。**公司生物可降解塑料 PBS 一期 3 万吨目前已经顺利投产, 产品在堆肥条件下 90 天的降解率达到 90%, 高于国内外对降解塑料的要求, 目前全球仅有 BASF、三菱和公司能够成功商业生产, 产能增长有序, 公司产品全部出口欧洲。盈利状况良好; 2012 年 9 月, 随着公司 9 万吨/年二期 PBS 项目投产, 将拥有 12 万吨/年的生物可降解塑料产能, 2012 年利润贡献率有望达到 25%, 生物可降解塑料将成为公司未来几年业绩的新增长点。

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

● **估值建议:**预计公司 2011、2012 年的每股收益分别为 0.78 元和 0.96 元, 相对公司 11 月 29 日的收盘价 15.67 元, 动态市盈率分别为 23.59 倍和 16.96 倍, 估值水平基本合理, 给予公司“增持”的投资评级。

● **风险因素:** 1) 原材料价格大幅上涨带来利润下滑; 2) 家电、汽车等下游需求快速下滑; 3) 欧洲削减降解塑料补贴

|           | 2009   | 2010    | 2011E    | 2012E   |
|-----------|--------|---------|----------|---------|
| 营业收入 (万元) | 711242 | 1024233 | 12702.76 | 1804055 |
| 增长比率 (%)  | -0.78  | 44.01   | 24.02    | 33      |
| 净利润 (万元)  | 28614  | 57829   | 1089.99  | 135836  |
| 增长比率 (%)  | -3.24  | 102.10  | 88.48    | 39.09   |
| 每股收益 (元)  | 0.20   | 0.41    | 0.78     | 0.96    |
| 市盈率 (倍)   | 78.35  | 38.22   | 20.09    | 16.32   |

## 多氟多 (002407): 锂电化学品的先行者

增持 (维持)

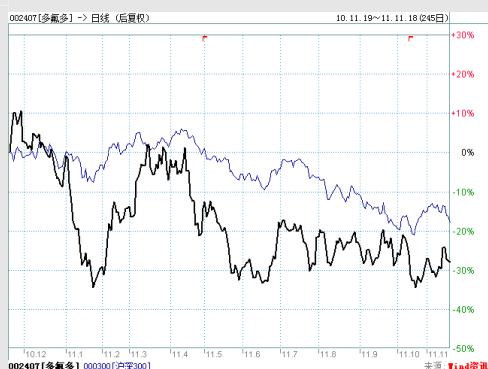
### 市场数据 (2011 年 11 月 29 日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 26.75       |
| 一年内最高/最低 (元) | 84.88/24.22 |
| 沪深300指数      | 2608.57     |
| 市净率 (倍)      | 2.61        |
| 流通市值 (亿元)    | 42.26       |

### 基础数据 (2011 年 09 月 30 日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 每股净资产 (元)    | 10.25       |
| 每股经营现金流 (元)  | -0.90       |
| 毛利率 (%)      | 24.04       |
| 净资产收益率 (%)   | 4.94        |
| 资产负债率 (%)    | 26.81       |
| 总股本/流通股 (万股) | 22256/15799 |
| B 股/H 股 (万股) | /           |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 投资要点:

● **公司是全球最大的无机氟化工企业**, 主要从事高性能无机氟化物的研发、生产和销售。拥有冰晶石产能 7 万吨/年, 氟化铝 12 万吨/年, 白炭黑及其他无机氟化物 1.3 万吨。氟硅酸钠法冰晶石联产白炭黑以及无水氟化铝技术国内领先。

● **具备综合竞争优势**。公司兼具规模、标准化、技术、客户、地域和节能环保优势。是国内化工企业中为数不多的具备综合竞争实力的企业。

● **锂电业务是公司未来业绩增长点**。未来公司的无机氟化物业务将保持稳步增长的态势; 新能源业务则有望实现飞跃, 随着 2013 年, 2200 吨电解液原料六氟磷酸锂产能及 1 亿 AH 动力锂离子电池项目的建成投产, 公司每股收益有望达到 1.45 元以上, 将成为新能源动力电池领域的生力军。

● **估值建议**: 预计公司 2011、2012 年的每股收益分别为 0.56 元和 0.64 元, 相对公司 11 月 29 日的收盘价 26.75 元, 动态市盈率分别为 47.77 倍和 41.80 倍, 估值水平较高, 但考虑到未来锂电业务投产后的成长预期, 仍然给予公司“增持”的投资评级。

● **风险因素**: 1) 关注宏观经济放缓以及政策调控下, 公司无机氟化盐产品需求受到抑制的风险; (2) 六氟磷酸锂批次稳定性及市场开拓风险。

|            | 2009   | 2010   | 2011E   | 2012E   |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 772.53 | 818.56 | 1465.34 | 1855.99 |
| 增长比率 (%)   | -17.45 | 5.96   | 79.01   | 26.66   |
| 净利润 (万元)   | 77.87  | 47.51  | 125.06  | 141.48  |
| 增长比率 (%)   | 7.49   | -38.99 | 163.26  | 13.13   |
| 每股收益 (元)   | 0.35   | 0.21   | 0.56    | 0.64    |
| 市盈率 (倍)    | 76.46  | 125.32 | 47.60   | 42.08   |

## 雅本化学 (300261): 抗黑色素瘤药物中间体发展具备想象空间

增持 (维持)

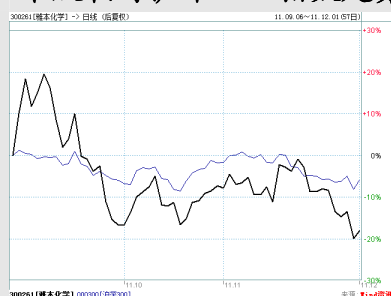
### 市场数据 (2011 年 11 月 29 日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 23.23       |
| 一年内最高/最低 (元) | 32.88/21.07 |
| 沪深300 指数     | 2608.57     |
| 市净率 (倍)      | 3.64        |
| 流通市值 (亿元)    | 5.27        |

### 基础数据 (2011 年 09 月 30 日)

|              |           |
|--------------|-----------|
| 每股净资产 (元)    | 6.38      |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.28      |
| 毛利率 (%)      | 35.50     |
| 净资产收益率 (%)   | 4.27      |
| 资产负债率 (%)    | 7.41      |
| 总股本/流通股 (万股) | 9070/2270 |
| B 股/H 股 (万股) | /         |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 投资要点:

● **公司是技术领先的农药、医药中间体生产商。**公司的主要产品可划分为杀虫剂中间体、除草剂中间体、含抗肿瘤药中间体和抗癫痫药中间体四大类,产品在技术和成本上均处于国内先进水平。公司通过定制生产与杜邦、梯瓦、罗氏等世界农药、医药巨头长期保持稳定的合作关系,向其提供高附加值的中间体产品。

● **农药中间体是公司业绩保证。**公司的主要产品是向杜邦提供的新型杀虫剂氯虫苯甲酰胺的高级中间体 BPP,该杀虫剂环保高效,上市两年就取得了很好的销量,具有很好的市场前景。募投项目中有 200 吨 BPP 产能,将于明年开始投产,完全达产后公司产能将增长到 350 吨,该产品将是公司业绩的保证。

● **医药中间体将是公司业绩的爆发点。**公司向罗氏提供抗肿瘤药中间体 BAZI。该药品用于治疗黑色素瘤,疗效优势显著,未来具有很大的市场空间。公司该中间体产品盈利能力较强,未来将成为业绩的爆发点。

● **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.56 元和 0.89 元。公司 11 月 30 日的收盘价 21.50 元,对应的市盈率分别为 38.39 倍和 24.16 倍,考虑到抗黑色素瘤药中间体的巨大空间,给予“增持”的评级。

● **风险提示:** 1) 公司的销售集中于少数几个客户的少数产品,存在客户过于集中的风险。2) 公司中间体的下游产品市场推广不利,会对公司产品的销售造成较大影响。3) 技术泄露风险 4) 公司产品主要用于出口,存在汇率波动的风险。

|            | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 184.26 | 219.49 | 318.90 | 373.20 |
| 增长比率 (%)   | 12.62  | 19.12  | 45.29  | 17.03  |
| 净利润 (百万元)  | 39.67  | 50.60  | 80.80  | 92.66  |
| 增长比率 (%)   | 53.46% | 27.55% | 59.68  | 14.68% |
| 每股收益 (元)   | 0.44   | 0.56   | 0.89   | 1.02   |
| 市盈率 (倍)    | 67.14  | 52.75  | 33.19  | 28.96  |

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。