

化肥行业：政策利好、景气回升

推荐 维持评级

核心观点：

- 外围经济依然疲软，影响中国化肥出口
- 国内经济保持平稳发展，化肥受益于政策推动
- 化肥需求仍有提升空间
 - (一)、粮食压力增大刺激化肥需求；
 - (二)、粮食价格快速上升，刺激化肥需求。
- 化肥行业平均毛利率提高，利润总额增幅较大，行业整体业绩有所改善
- 政策利好，行业整合提速
- 化肥行业景气回升，各个子行业资源属性逐渐增强
 - (一)、氮肥市场供求趋稳，企业开打资源战
 - (二)、磷肥企业产能剩，转型发展是关键
 - (三)、钾肥生产受资源限制，垄断形势明显
- **重点公司**
 - (一)、赤天化(600227.SH): 新增产能带来业绩增长
 - (二)、鲁西化工(000830.SZ): 航天炉促使成本下降业绩增
 - (三)、四川美丰(000731.SZ): 天然气供气恢复增长能力
- **主要风险因素：**
 - 1、突发性安全事故
 - 2、自然灾害导致停产

分析师

李国洪

✉: liguohong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010001

相关研究

《石油化工 2011 年策略报告：关注供需关系较好的化学品》 10.11.30

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			ROE2012E
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
赤天化	600227.SH	0.11	0.35	0.52	38.1	12.0	8.1	12.5%
鲁西化工	000830.SZ	0.35	0.65	0.77	16.7	9.0	7.6	15.4%
四川美丰	000731.SZ	0.44	0.53	0.73	15.7	13	9.4	7.04%

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测

- 1、外围经济依然疲软，影响中国化肥出口
- 2、国内经济保持平稳发展，化肥受益于政策推动
- 3、化肥需求仍有提升空间：（一）、粮食压力增大刺激化肥需求；（二）、粮食价格快速上升，刺激化肥需求。
- 4、政策利好，行业整合提速。化肥行业平均毛利率提高，利润总额增幅较大，行业整体业绩有所改善。
- 5、化肥各个子行业，资源属性逐渐增强。氮肥市场供求趋稳，企业开打资源战；磷肥企业产能剩，转型发展是关键；钾肥生产受资源限制，垄断形势明显。

我们与市场不同的观点

市场认为因化工行业整体低迷，不看好属于化工行业的化肥子行业，我们认为化肥行业目前处于底部运行区域，因行业有较强的规模扩张能力，2012 年将出现恢复性增长，特别是受益于政策支持，将率先进入复苏期，未来业绩增长情况较好。

行业估值与投资建议

推荐赤天化、鲁西化工、四川美丰

赤天化（600227）：公司全资子公司贵州金赤化工有限责任公司年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素、30 万吨甲醇项目，主体装置流程已于 1 月 11 日全线打通并试生产出合成氨、尿素、甲醇产品。公司 PB 已经接近于 1，资产质量较好，化肥行业利润高增长，未来盈利提升空间较大。我们预测 2011-2013 年 EPS 为 0.11、0.35、0.52 元，对应 PE 为 38、12、8 倍，给予推荐评级。

鲁西化工（000830）：公司航天炉已经稳定运行近 1 个月，航天炉的运行可以使公司生产原料由精煤改为粗煤，平均使尿素吨生产成本降低 200 元，公司目前有近 200 万吨尿素年产量，故每年节约成本约 4 个亿。化肥、烧碱行业利润高增长，未来盈利提升空间较大。我们预测 2011-2013 年 EPS 为 0.35、0.65、0.77 元，对应 PE 为 17、9、8 倍，给予推荐评级。

我们对四川美丰 2011-2013 年盈利预测为 0.44 元、0.53 元和 0.73 元，对应目前 PE 为 16、13、9 倍，给予推荐评级。

行业表现的催化剂

产品价格上调，兼并收购其他化工企业。

主要风险因素

- 1、突发性安全事故
- 2、自然灾害导致停产

目 录

一、外围经济依然疲软，影响中国化肥出口.....	1
二、国内经济保持平稳发展.....	2
三、化肥需求仍有提升空间.....	2
（一）、粮食压力增大刺激化肥需求.....	2
（二）、粮食价格快速上升，刺激化肥需求.....	3
四、政策利好，行业整合提速.....	4
五、化肥行业平均毛利率提高，利润总额增幅较大，行业整体业绩有所改善.....	4
六、化肥各个子行业，资源属性逐渐增强.....	5
（一）、氮肥市场供求趋稳，企业开打资源战.....	5
（二）、磷肥企业产能剩，转型发展是关键.....	8
（三）、钾肥生产受资源限制，垄断形势明显.....	10
七、重点公司.....	12
（一）、赤天化（600227.SH）：新增产能带来业绩增长（推荐）.....	12
（二）、鲁西化工（000830.SZ）：航天炉促使成本下降业绩增（推荐）.....	14
（三）、四川美丰（000731.SZ）：天然气供气恢复增长能力（推荐）.....	16
插图目录.....	18
表格目录.....	19

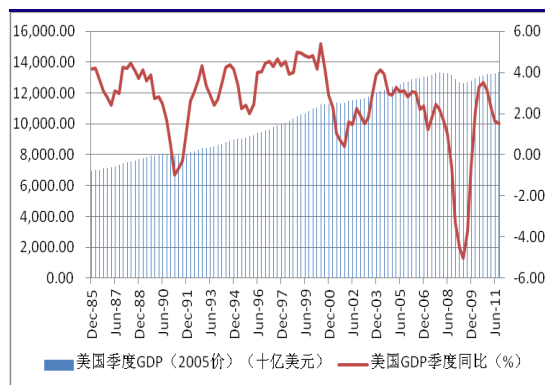
一、外围经济依然疲软，影响中国化肥出口

2011年三季度OECD34个成员国的国内生产总值（GDP）总和较二季度增长0.6%，较上年同期增长1.8%。但是，三季度的经济回升势头已经无法延续，三季度发达经济体的经济产值加速增长，主要是由于日本经济从3月份的地震和海啸影响中复苏，四季全球经济依然疲软。

受债务危机的拖累，欧元区经济发展依然缓慢，三季度GDP增幅最小，仅增长0.2%；美国经济当季增长0.6%，虽然增速高于第二季度，但投资和消费依然疲弱，10月份的失业率高达9.0%。OECD11月14日公布，9月会员国领先指标综合指数跌至100.4，不如8月的100.9，经济可能出现可能持续减速的迹象，今年成立新事业的速率已从2010年的增加转为减少。该指数已连续七个月下滑，显示发达经济体自去年三季以来普遍增长减速。虽然该指数已促使主要国家央行采取相应行动，例如英国央行出台第二阶段量化宽松，美联储采取扭转操作，欧洲央行降息，但是成效有限。随着美欧国家债务问题的持续发展，全球经济形势不容乐观。

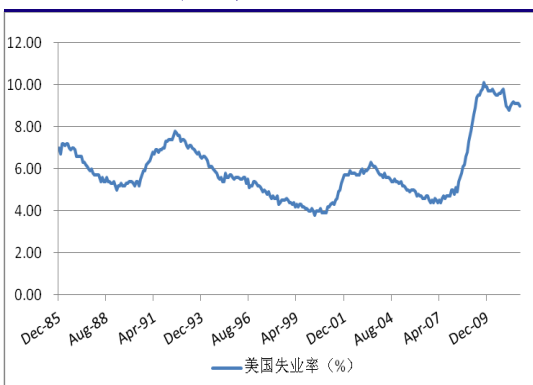
在疲软的国际经济形势下，我国化肥出口形势不容乐观。

图1：美国GDP增长缓慢



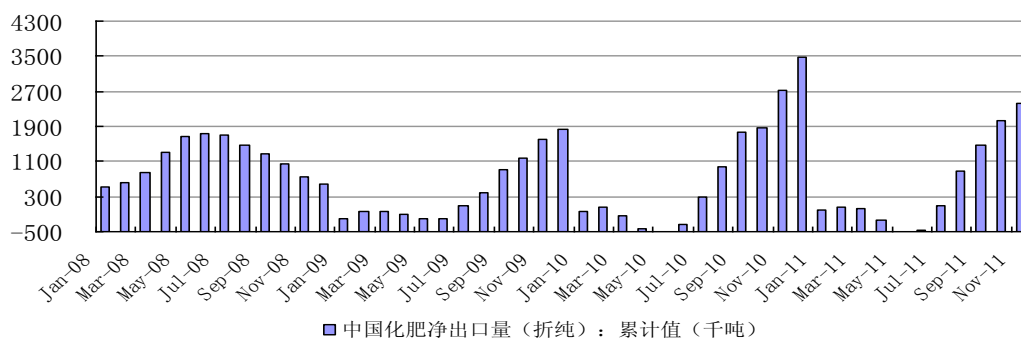
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部整理

图2：美国失业率居高不下



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部整理

图3：中国化肥净出口量



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部整理

二、国内经济保持平稳发展

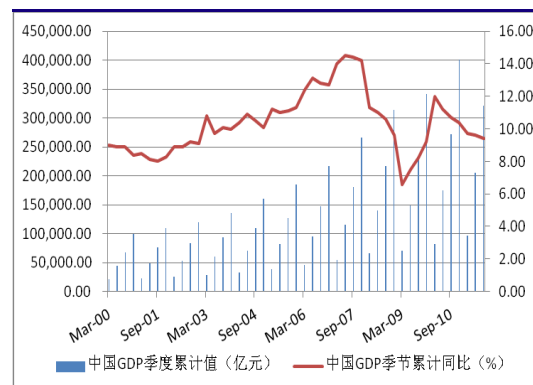
前三季度中国国内生产总值为 320692 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.4%。国民经济保持较快发展，运行总体良好。2011 年化肥行业固定资产投资大幅增长，截至九月份，全国肥料制造业固定资产投资达到 874.3 亿元，同比增长 24%。

图 4：肥料制造业固定资产投资月度数据



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部整理

图 5：国内生产总值季度累计值



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部整理

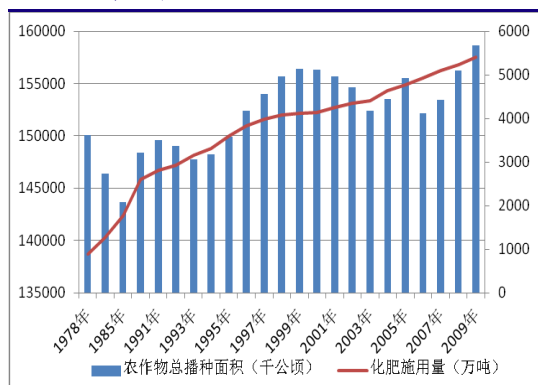
三、化肥需求仍有提升空间

（一）、粮食压力增大刺激化肥需求

2015 年，中国人口将达到 14 亿，按 400 公斤的人均消费量，中国每年的粮食需求量在 5.6 亿吨左右。为了满足对粮食的刚性需求，使粮食自给率保持在 95% 以上，一方面要增加农作物播种面积，另一方面要努力提高单位面积粮食产量。

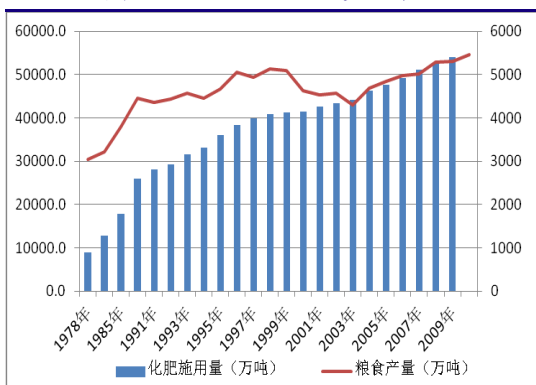
近年来，农作物耕种面积稳定小幅上升，但由于中国人口持续增加及城镇化进程的发展，可利用耕地面积减少的压力增大，农作物种植面积上升空间有限。作为“粮食的粮食”的化肥，是最快、最有效、最重要的增产措施。FAO 数据统计，化肥的增产作用占到农作物产量的 30%-50%。因此，随着粮食播种面积的增加及进一步提高单位面积产量，化肥的需求量会进一步增加。

图 6：随着农作物种植面积的增加，化肥施用量上升



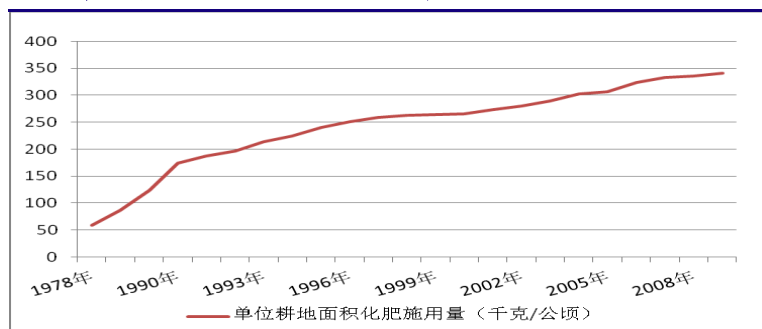
资料来源：FAO 中国银河证券研究部整理

图 7：粮食产量与化肥施用量同步上升



资料来源：FAO 中国银河证券研究部整理

图 8: 单位耕地面积化肥施用量持续上升



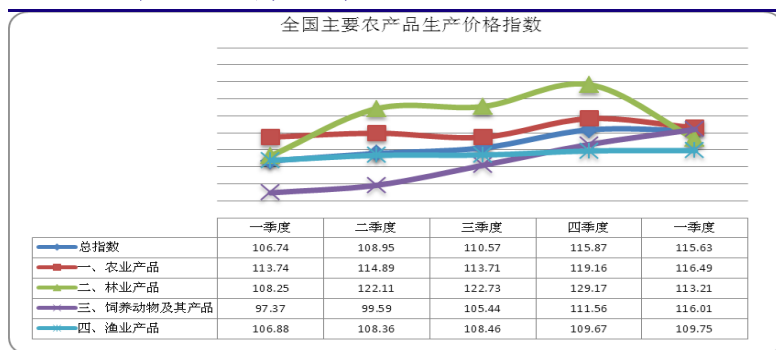
资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究部整理

(二)、粮食价格快速上升，刺激化肥需求

自 2010 年以来，我国一直面临着较高的通货膨胀水平，尤其是今年 5 月份以后 CPI 持续走高，6 月份达到了 6.4%，7 月份达到 6.5%。物价指数中，食品价格上涨尤其过快，食品类价格同比上涨 14.8%，影响价格总水平上涨约 4.38 个百分点。其中，粮食价格上涨 12.4%，影响价格总水平上涨约 0.34 个百分点；鲜菜价格上涨 7.6%，影响价格总水平上涨约 0.19 个百分点；鲜果价格上涨 4.9%，影响价格总水平上涨约 0.09 个百分点。

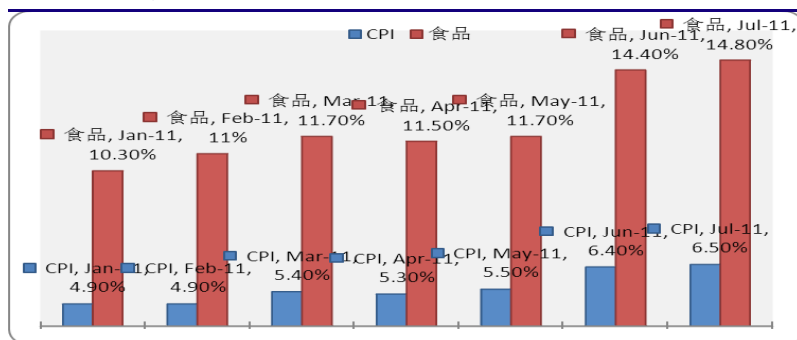
粮食价格上涨必然会导致农机、农药、化肥、种子等相关上游行业产品价格和需求量的上涨，因此预期化肥的市场将继续走高。

图 9: 2011 年全国主要农产品生产价格指数



资料来源: 国家统计局

图 10: 2011 年 CPI 与食品价格



资料来源: 国家统计局

四、政策利好，行业整合提速

化肥作为重要的农资生产资料，直接关系到农业生产发展和广大农民的切身利益，被列为国家重点鼓励和发展的产业，因此受政策影响较大。整体来看，国家出台的一系列相关政策都是围绕着促进产业健康可持续发展的。

产业政策对化肥行业的影响: (1) 各种针对化肥企业的价格优惠政策例如优惠电价、优惠天然气价、限制煤价上限、化肥运输价格优惠及对化肥产品的价格直补政策等不同程度上降低了化肥企业生产成本，提高盈利水平。(2) 化肥行业存在产业结构不合理、行业集中度低、产能过剩等问题，国家既鼓励行业内优势企业扩大规模，又通过提高行业准入门槛，淘汰落后产能。通过产能置换来整合企业资源，削减企业数量，改善产能结构，保持总量平衡。

对化肥行业的税收优惠政策: (1) 通过免征增值税、配额关税调整等政策促进化肥行业发展; (2) 通过出口关税调整来调控化肥的出口。相应税率的调整将直接影响化肥行业的盈利水平和化肥产品的需求空间。

除此之外，国家对农业实施扶持政策的力度和提高粮食收购价格都将影响到农民种粮的积极性，影响到化肥投入，造成化肥需求的波动。

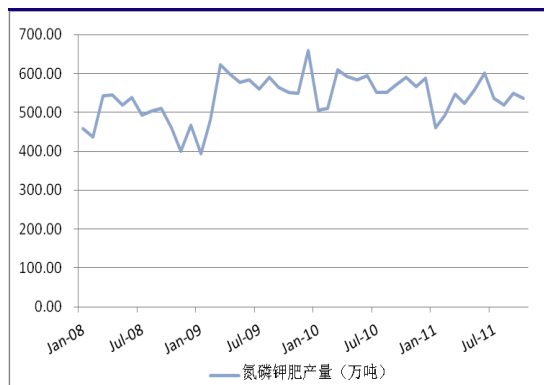
五、化肥行业平均毛利率提高，利润总额增幅较大，行业整体业绩有所改善

由于受到宏观经济和行业政策调整的影响，2011 年 1-10 月，氮磷钾肥累计产量与 2010 年同期相比，下降了 5.96%，氮磷钾肥累计生产 5319.73 万吨（折纯量）。从单月产量上来看，自今年四月份以来，化肥产量在波动下降。

截至九月份，化肥行业主营业务收入达到 530 亿元，同比增长 29%。行业平均毛利率提高，利润总额增幅较大，行业整体业绩有所改善。

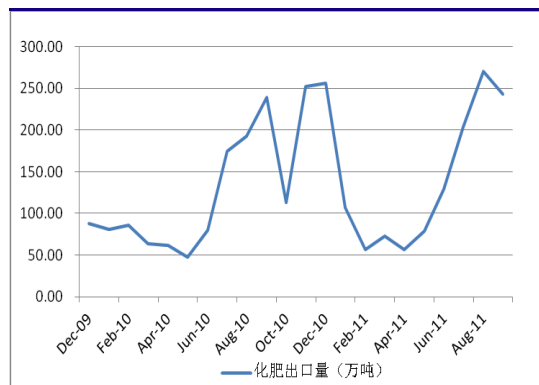
受淡季出口关税政策的影响，7-9 月化肥出口量大增，截至九月份，化肥累计出口量为 1217.7 万吨，同比增长 19%。种类上以氮肥和磷肥为主，但是今年三季度出口量大增主要是由于复合肥出口量突然增大。

图 11: 氮磷钾肥产量有所下降



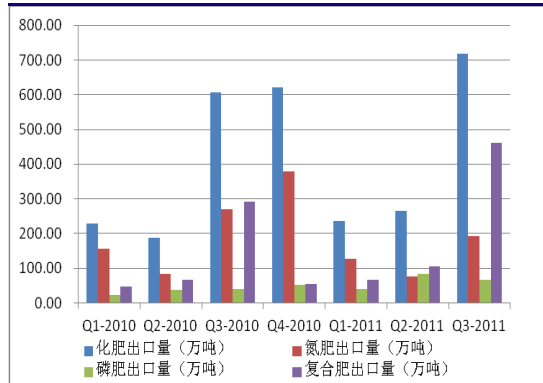
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究部整理

图 12: 7-9 月化肥出口量大增



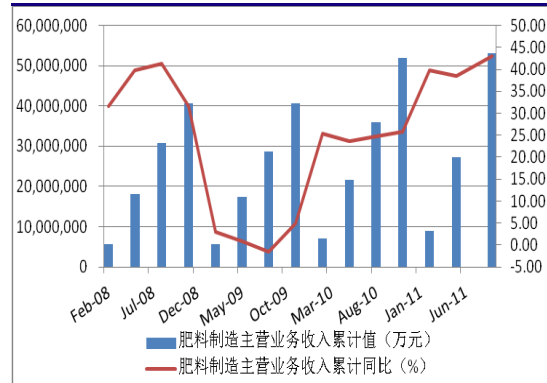
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究部整理

图 13: 各子行业肥料出口量



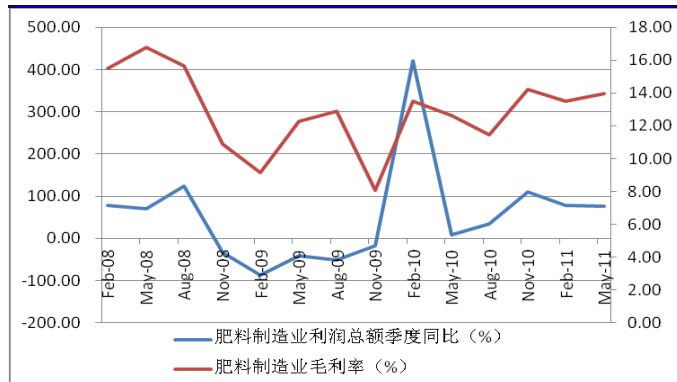
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部整理

图 14: 肥料制造业主营业务收入大幅增加



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部整理

图 15: 肥料制造业毛利率有所上升



资料来源：wind 资讯 中国银河证券研究部整理

六、化肥各个子行业，资源属性逐渐增强

（一）、氮肥市场供求趋稳，企业开打资源战

1.国内氮肥市场特点

近期国内氮肥市场呈现三个特点，一是受供求关系影响，尿素价格小幅回落；二是生产成本居高不下；三是出口明显下降，国内资源有所增加。总体看，明春尿素市场供求可实现基本平衡。

出厂价格先升后降

今年年初尿素出厂价格维持在 1820-1900 元/吨，较好地满足了春耕期间农业生产的用肥需求。随着春耕结束和化肥出口窗口期（7-10 月）打开，尿素价格出现攀升，三季度达到 2200-2300 元/吨。10 月份进入用肥淡季后，尿素价格开始回落，近期约为 1950-2100 元/吨，与去年同期价格水平基本相当。目前国家化肥淡季商业储备工作已经开始，按照目前的价格水平，加上六个月左右的仓储费、银行利息、人工费等，预计明年春季尿素的保本销售成本将在 2100-2200 元/吨左右，同比增加 200-300 元。

企业生产成本继续攀升

目前无烟块煤的到厂价 1500-1600 元/吨，比今年一季度上涨约 50 元，涨幅 3.2%，比 2010 年年初上涨 500 元，涨幅超过 45%。当前肥煤比价(尿素出厂价与无烟煤出厂价之比)为 1.36:1，远低于 2007 年同期 2.29:1 的水平，尿素生产企业利润被煤炭价格上涨严重挤压。氮肥协会反映，随着煤价、电价、天然气价格、人工费用等的不断攀升，尿素生产企业平均的完全成本已经在 2000 元/吨左右。由于企业亏损，天然气供应不足等原因，11 月中旬，全国 187 家尿素生产企业中有 53 家企业停产，企业产能发挥率不足 70%。

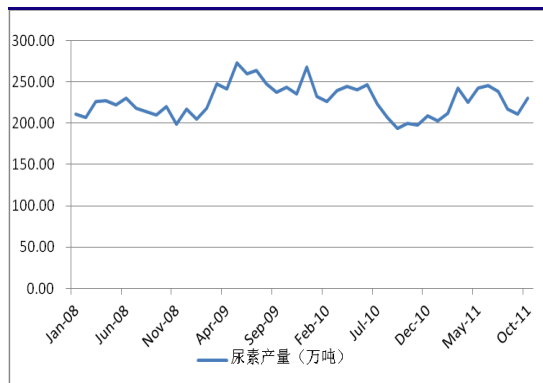
出口控制政策效果明显

为保证国内农业生产用肥，2010 年末国家调整了化肥出口关税政策，缩短了化肥低关税出口的窗口期(由原来 7-12 月共半年调整为 7-10 月共四个月)前三季度尿素出口 191 万吨，同比下降 48.2%。今年尿素出口的低关税窗口期已经在 10 月低关闭，后两个月出口将被明显抑制，预计全年出口 230 万吨左右，同比下降 60%以上。

明年春耕期间尿素供应有保障

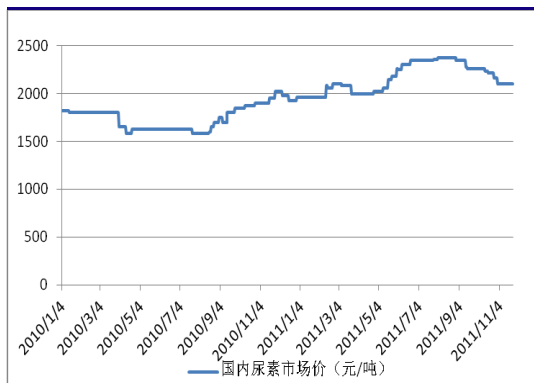
国家统计局数据显示，今年 1-10 月尿素生产累计同比增加 3.1%。在化肥生产用煤炭、天然气、电力等供应正常的情况下，全年尿素生产有望与去年基本持平或略增，加之出口量下降，明年春耕期间尿素的供应保障程度将略好于今年。初步测算，明年春季尿素供应量为 3500 万吨，需求量 3150 万吨左右，可实现基本平衡。

图 16: 尿素产量变化趋势



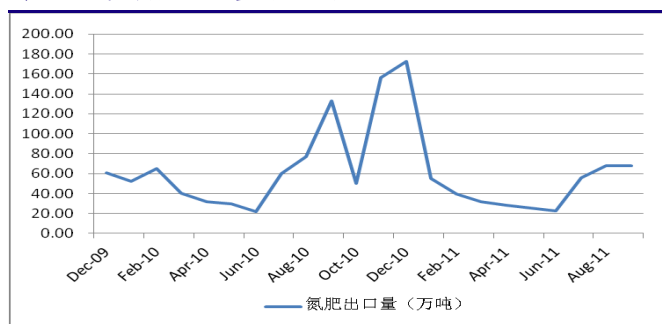
资料来源: 百川资讯 中国银河证券研究部整理

图 17: 国内尿素市场价格回落



资料来源: 百川资讯 中国银河证券研究部整理

图 18: 氮肥月度出口量(万吨)



资料来源: wind 资讯

2、氮肥企业的机遇与挑战

天然气、煤炭、石油是生产化肥的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类，近年来，由于石油和煤炭价格的升幅远大于天然气，故按成本优势排列为气头、煤头、油头。

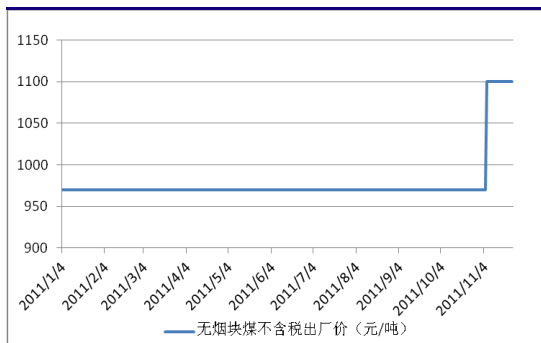
我国天然气增长快，随着天然气民用普及化，天然气资源不足，价格上涨压力大，因此，气头类型的化肥企业将面临着巨大的压力，不仅成本高，而且原料供应也难有保障。为了减轻成本压力，不少气头类型的企业开始投建煤头设备。

2010 年，全国氮肥行业用煤总量为 8534.5 万吨，占全国煤炭产量的 2.6%；以煤为原料的氮肥一直以使用无烟煤为主，占比约在 85%以上。随着生产技术的进步以及无烟煤供应的持续紧张，原料路线开始显现多元化。而且，随着煤炭生产中心的西移，新疆、内蒙古煤炭产量增长迅速，就地转化为氮肥的比例增加，客观上加剧了以无烟煤为原料的氮肥产能比例下降。预计到 2015 年，这一数字将下降到 50%左右。

在这一波原料结构调整中，中小型和天然气路线化肥企业将面临严峻挑战和竞争压力，部分中小氮肥企业或因无法承受无烟块煤价格大幅上涨的压力面临被淘汰的危险。

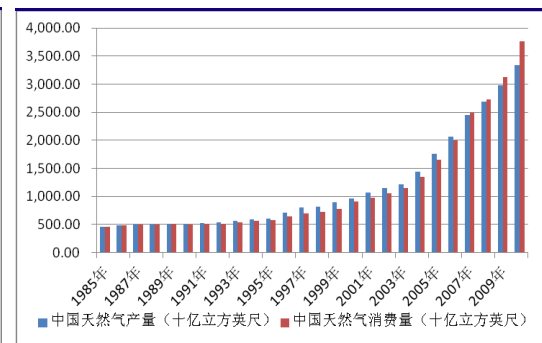
当前，国内氮肥产能达到 6300 万吨以上，其中过剩产能超过 1000 万吨。由于氮肥本身具有资源加能源性质，既属于国家及其重视、必须保证国内供应量和价格稳定的农资产品，也属于高耗能产品。在电力供应紧张、能源价格上涨压力与日俱增的背景下，氮肥行业肯定无法指望国家放松出口政策，实现以外销达到产销平衡。在可以预见的数年内，国内氮肥市场竞争加剧，行业内整合速度加快，资源优势企业将从中获益。

图 19：无烟块煤价格上涨



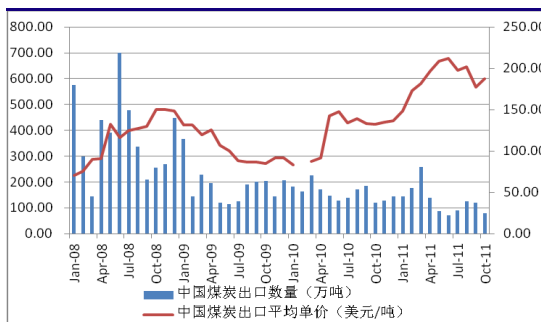
资料来源：百川资讯 中国银河证券研究部整理

图 20：中国天然气产销



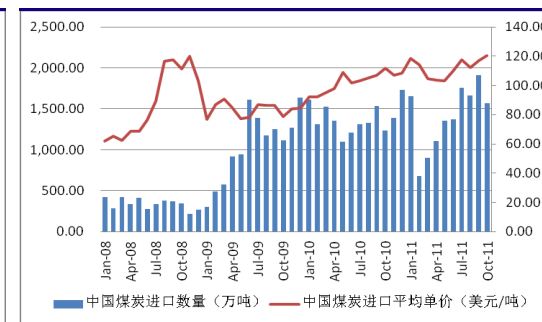
资料来源：百川资讯 中国银河证券研究部整理

图 21：中国煤炭出口量及价格



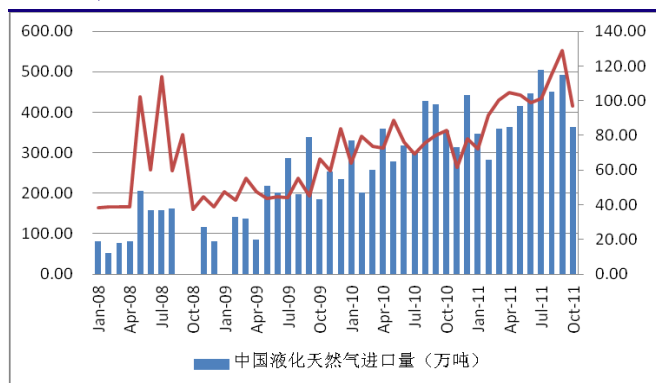
资料来源：百川资讯 中国银河证券研究部整理

图 22：中国煤炭进口量及价格



资料来源：百川资讯 中国银河证券研究部整理

图 23: 中国液化天然气进口量



资料来源: 百川资讯 中国银河证券研究部整理

(二)、磷肥企业产能剩，转型发展是关键

1、国内磷肥市场特点

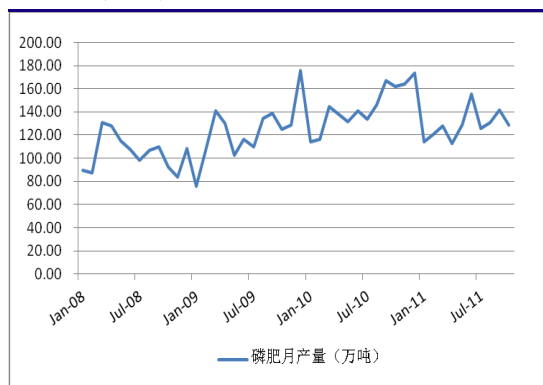
产能过剩，产量始减

国家统计局数据显示，截至 10 月份，磷肥产量累计为 1286.56 万吨 P205，同比减少 8%。预计 2011 年全年产量将达到 1600-1650 万吨 P205，2011 年底磷肥总产能将达到 2200 万吨 P205，而国内最大需求为 1200-1300 万吨 P205，余量达 400 万吨 P205。

控制严，盈利微

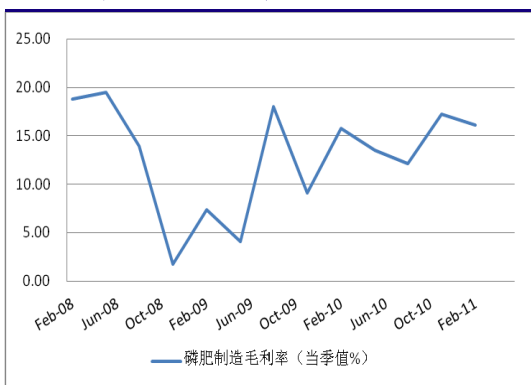
自 2010 年至今年上半年，磷肥行业渐渐走出金融危机并有所盈利，效益也达到历史较好水平。截至九月份，磷肥制造业主营业务收入达到 554.4 亿元，但利润总额只有 28.4 亿元，利润率仅有 5.1%。行业产能过剩，而国家又严控出口，致使国内产品供大于求，加之原料价格上涨导致成本增加，磷肥行业的盈利难度增大。

图 24: 磷肥月产量 (万吨)



资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究部整理

图 25: 磷肥制造业毛利率 (%)



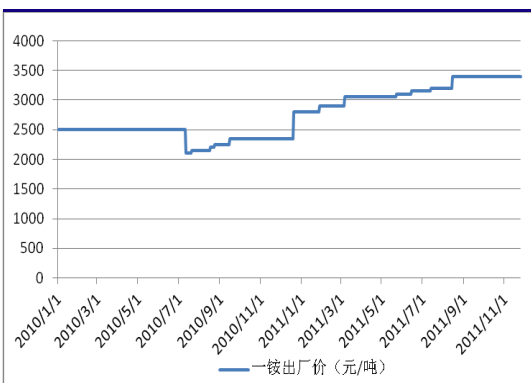
资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究部整理

图 26: 磷肥出口量 (万吨)



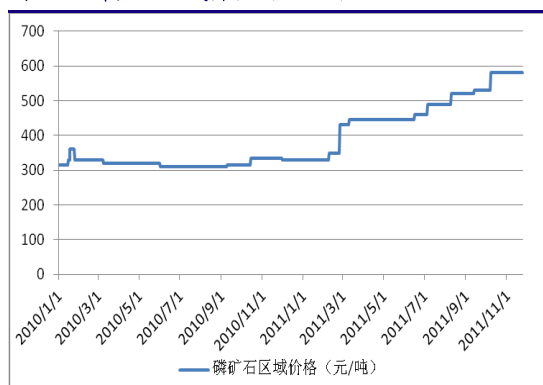
资料来源: wind 资讯中国银河证券研究部整理

图 27: 一铵出厂价 (元/吨)



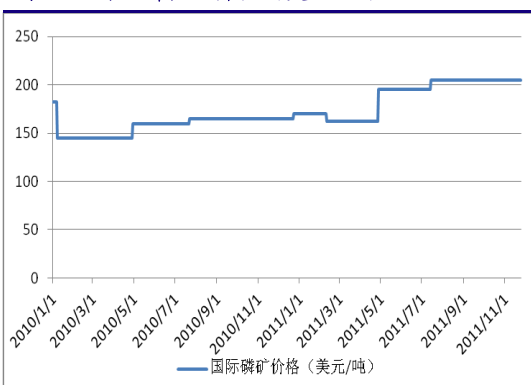
资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究部整理

图 28: 磷矿石区域价格 (元/吨)



资料来源: wind 资讯中国银河证券研究部整理

图 29: 国际磷矿石价格 (美元/吨)



资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究部整理

2、磷肥行业发展必要转型

磷肥行业集中度低,产能过剩,再加上国家的限制出口政策,企业的发展面临着极大的矛盾。《磷铵行业准入条件》政策的出台在遏制磷复肥行业盲目投资、防止低水平重复建设、规范磷复肥行业发展,促进产业结构优化升级等方面起到作用,可谓磷肥乃至磷矿市场整合的一记重拳。

在行业集中度低,产能过剩同时行业准入门槛提高的背景下,企业想要生存就要努力把各项资源利用到最大化,保证最低的生产成本和高附加值。

另外,美国国家地质局公布,中国的磷资源储量全球第一,不存在磷资源紧缺的问题,磷肥行业可以发展数百年。据 IFA 预测,近四年国际磷肥供应趋势偏紧。如果政府部门能考虑到这个情况,在保证国内磷肥供应的基础上适度宽松磷肥出口政策,这将会是磷肥企业发展和全球扩张的黄金时机。

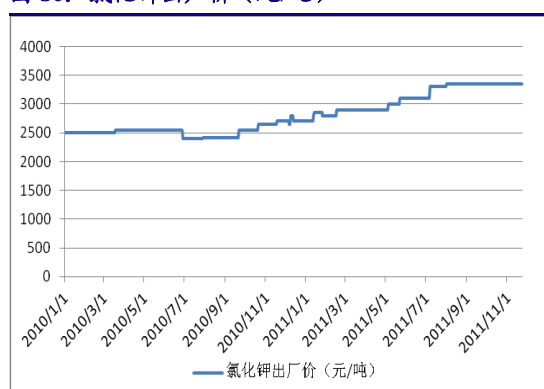
(三)、钾肥生产受资源限制，垄断形势明显

1、国内钾肥市场情况

受困于资源限制，钾肥行业是化肥子行业中规模最小的一个；但钾肥也同样是化肥子行业中产业集中度较高的行业，主要集中在盐湖股份、罗布泊钾盐有限责任公司等几家依托于资源而成立的大型企业。

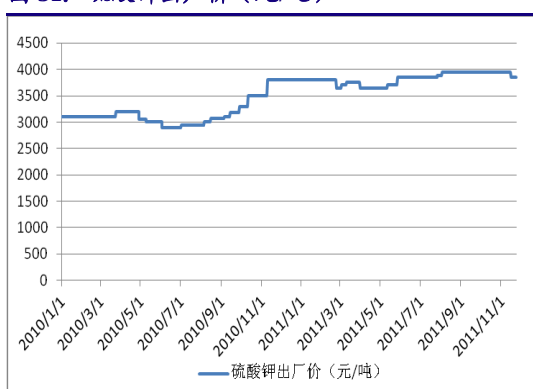
截至九月份，钾肥制造业的主营业务收入达到 151.9 亿元，利润总额达到 54.7 亿元，利润率为 36.01%，同比增长 13%。

图 30: 氯化钾出厂价 (元/吨)



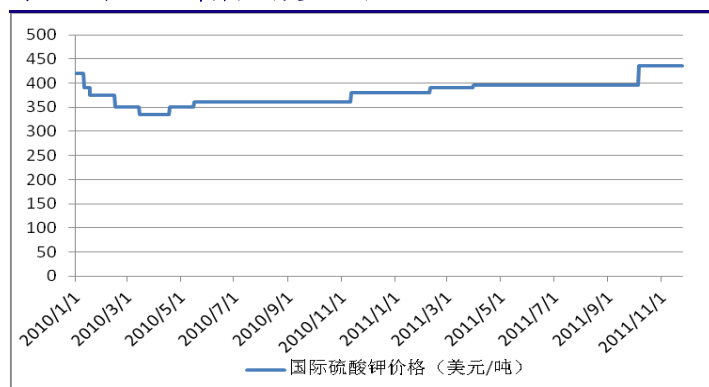
资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究部整理

图 31: 硫酸钾出厂价 (元/吨)



资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究部整理

图 32: 国际硫酸钾价格 (美元/吨)



资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究部整理

2、携手共同发展才是中国钾肥企业的出路

全球钾肥资源分布极不均衡，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯和德国这四个国家合计储量和储量基础就占世界总量的 92% 和 81%。由于国内钾肥资源不足，且我国农作物对钾肥需求旺盛，施用量持续以较高速增长，所以我国每年需要大量进口钾肥，进口量占国内消费量的 50% 以上。

我国重要的三个钾盐资源现主要为盐湖集团（察尔汗湖）、罗钾公司（罗布泊）和中信国安（西台吉乃尔湖）三家公司所拥有。国内钾肥的生产主要垄断在几家大型厂商的手中，其中氯化钾的国内厂商只有盐湖集团，占国内产能的 80% 以上，国内三分之二的钾需要靠进口来满足。

足。

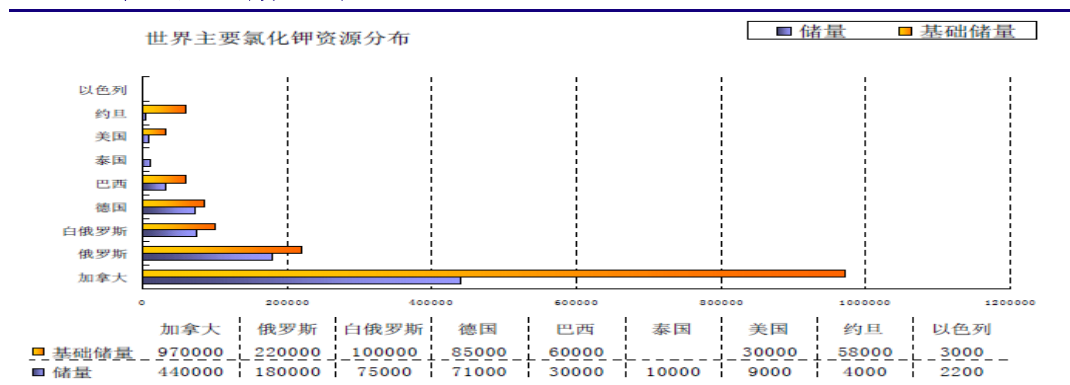
随着俄罗斯钾肥公司与白俄罗斯矿化企业的强强联合，世界钾肥资源垄断性进一步增强，市场竞争加剧。

供应环节的高度垄断，导致钾肥价格今年居高不下，同时逼迫各国大力投资、自行快速发展钾肥产业。

2011-2015 年，全球有 30 多个相关钾盐项目在建设，预计全球的钾肥产能将从 2010 年的 4270 万吨（折纯）增长到 2015 年的 5960 万吨（折纯），北美将成为全球最大的钾肥供应区域，占全球潜在供应量的 39%。如果这 30 多个在建项目，能按计划建设投产，到 2015 年，全球钾肥过剩量将达到 1600 万吨（折纯）。

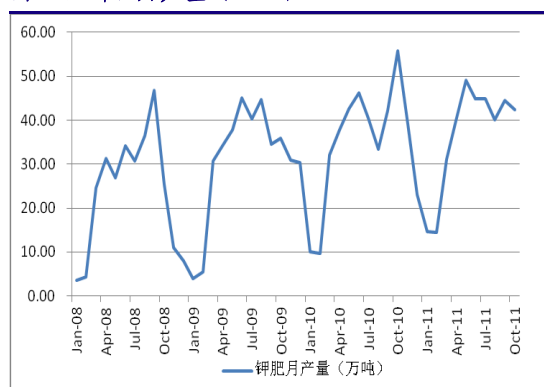
面对激烈的竞争及潜在的产能过剩问题，中国钾肥企业只有强强联合，优化资源配置及产业结构，形成规模优势，抢占钾肥市场，才有可能在激烈的竞争中赢得位置。

图 33：世界主要氯化钾资源分布



资料来源：国家统计局

图 34：钾肥月产量（万吨）



资料来源：wind 资讯 中国银河证券研究部整理

图 35：钾肥月进口量（万吨）



资料来源：wind 资讯 中国银河证券研究部整理

七、重点公司

(一)、赤天化(600227.SH): 新增产能带来业绩增长(推荐)

表 1: 赤天化(600227.SH)关键指标预测

	2007A	2008A	2009A	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1113.7	1148.2	1112.2	1329.3	1854.9	3107.9	3920.8
收入增长率%	10.43%	3.10%	-3.13%	19.53%	39.54%	67.55%	26.16%
EBITDA(百万元)	300.9	298.6	314.3	210.4	609.3	973.5	1240.6
净利润(百万元)	192.2	165.9	137.4	125.3	103.2	328.6	492.2
摊薄 EPS(元)	1.13	0.54	0.37	0.14	0.11	0.35	0.52
PE	3.7	7.7	11.3	29.9	38.1	12.0	8.1
EV/EBITDA(X)	3.1	9.1	14.0	38.9	13.5	8.4	6.3
PB	0.52	0.85	0.75	1.21	1.17	0.89	0.78
ROIC	8.4%	4.6%	2.5%	1.2%	2.6%	4.6%	5.9%
总资产周转率	0.50	0.31	0.17	0.14	0.18	0.27	0.30

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1)、金赤化工年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素、30 万吨甲醇项目将增加 EPS0.1 元

金赤化工年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素、30 万吨甲醇项目, 主体装置流程已于 1 月 11 日全线打通并试生产出合成氨、尿素、甲醇产品。该项目主体装置采用世界上先进的美国德士古水煤浆气化技术、瑞士卡萨利氨合成技术和丹麦托普索甲醇合成技术以及先进的国产化低温甲醇洗净化技术和硫回收技术, 将增加 EPS0.1 元。

(2)、参股槐子煤矿有利于部分生产成本下降

赤天化槐子煤矿持股比例为 49%, 林东煤业持股为 51%。金赤化工消耗原料煤 114.2 万吨, 天福化工权益耗煤 34.4 万吨, 公司年共消耗原料煤 148.6 万吨, 槐子煤矿预计年产量 60 万吨, 可以解决 40% 的原料煤供应。外购煤在 850 元/吨, 槐子煤矿的煤成本不到 400 元/吨, 故槐子煤矿可使公司 40% 的原料煤成本下降 50% 以上。

我们与市场不同的观点:

市场认为化工产能过剩, 不看好公司业绩增长, 我们认为因金赤化工项目, 公司产品综合盈利空间将被打开, 未来盈利提升空间较大。

公司估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值结果显示目前 A 股价格偏低。考虑公司随着行业将走出谷底进入景气回升阶段, 加之政策支持化肥行业, 给予公司推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

化肥政策利好及产品涨价是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素：

公司生产装置发生安全生产事故（化工企业发生装置事故概率较大）

表 2: 赤天化 (600227.SH)财务报表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	730.5	710.7	2707.2	1714.2	2392.0	4007.8	5056.1	营业收入	1113.7	1148.2	1112.2	1329.3	1854.9	3107.9	3920.8
应收票据	29.7	20.6	15.4	17.9	25.0	41.8	52.8	营业成本	687.5	690.1	647.2	967.3	1311.0	2065.0	2525.2
应收账款	23.0	13.1	12.2	14.1	19.7	33.0	41.6	营业税金及附加	1.1	0.6	2.0	2.4	3.4	5.7	7.2
预付款项	405.1	1045.8	1198.8	1374.1	1611.5	1985.5	2442.9	销售费用	57.7	84.4	69.8	70.7	98.7	165.4	208.7
其他应收款	16.9	23.4	27.3	31.6	44.1	73.9	93.3	管理费用	139.2	153.3	160.2	166.9	163.2	273.5	337.2
存货	258.0	268.7	313.6	358.9	486.5	766.3	937.0	财务费用	-2.1	24.2	40.4	0.9	275.6	324.5	362.6
其他流动资产	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.3	-0.2	29.1	-23.3	8.0	10.0	10.0
长期股权投资	229.8	262.3	233.5	233.5	233.5	233.5	233.5	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	341.2	320.7	305.6	2965.5	4097.1	4463.8	4447.5	投资收益	4.2	0.9	3.4	0.8	100.0	110.0	110.0
在建工程	633.9	1889.4	3802.1	2901.6	1460.8	740.4	380.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5	营业利润	232.1	196.7	166.9	145.1	95.0	373.8	579.9
无形资产	18.6	15.4	13.6	12.1	10.5	9.0	7.5	营业外收支净额	-3.4	25.2	5.0	20.7	35.0	40.0	40.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	税前利润	228.7	221.9	171.9	165.8	130.0	413.8	619.9
资产总计	2697.5	4688.1	8668.1	9681.0	10419.3	12393.7	13731.0	减：所得税	34.6	53.5	28.8	32.9	20.8	66.2	99.2
短期借款	0.0	537.0	646.0	847.3	1012.9	2328.7	2967.7	净利润	194.2	168.4	143.1	132.9	109.2	347.6	520.7
应付票据	1.5	2.5	21.3	24.3	33.0	51.9	63.5	归属于母公司的净利润	192.2	165.9	137.4	125.3	103.2	328.6	492.2
应付账款	29.9	31.8	98.2	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	2.0	2.5	5.7	7.6	6.0	19.0	28.5
预收款项	29.9	27.5	61.4	100.8	155.7	247.7	363.8	基本每股收益	1.13	0.54	0.37	0.14	0.11	0.35	0.52
应付职工薪酬	81.2	96.0	111.6	111.6	111.6	111.6	111.6	稀释每股收益	1.13	0.54	0.37	0.14	0.11	0.35	0.52
应交税费	12.9	-0.9	-88.1	-88.1	-88.1	-88.1	-88.1	财务指标							
其他应付款	227.1	886.2	808.5	808.5	808.5	808.5	808.5	成长性							
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	10.4%	3.1%	-3.1%	19.5%	39.5%	67.6%	26.2%
长期借款	0.0	650.0	4382.4	4382.5	4782.5	4982.5	5032.5	EBIT 增长率	9.9%	-3.7%	6.0%	-47.7%	128.5%	114.8%	40.8%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	12.6%	-13.7%	-17.2%	-8.8%	-17.6%	218.3%	49.8%
负债合计	825.9	2670.0	6087.1	6632.6	7261.8	8888.6	9705.1	盈利性							
股东权益合计	1871.6	2018.1	2581.0	2713.9	2823.1	3170.7	3691.5	销售毛利率	38.3%	39.9%	41.8%	27.2%	29.3%	33.6%	35.6%
现金流量表								销售净利率	17.3%	14.4%	12.4%	9.4%	5.6%	10.6%	12.6%
净利润	194.2	168.4	143.1	132.9	109.2	347.6	520.7	ROE	14.1%	11.0%	6.7%	5.7%	4.5%	12.5%	15.8%
折旧与摊销	72.7	78.8	81.3	88.5	330.8	375.2	398.0	ROIC	8.4%	4.6%	2.5%	1.2%	2.6%	4.6%	5.9%
经营活动现金流	258.2	277.3	303.5	95.5	288.9	334.5	632.0	估值倍数							
投资活动现金流	-914.4	-2128.9	-1898.8	-1289.8	98.8	90.0	90.0	PE	3.6	7.6	11.0	29.3	38.1	12.0	8.1
融资活动现金流	698.8	1831.7	3591.8	201.3	290.0	1191.3	326.3	P/S	0.6	1.1	1.4	2.8	2.1	1.3	1.0
现金净变动	42.6	-19.8	1996.5	-993.0	677.7	1615.8	1048.3	P/B	0.5	0.8	0.7	1.2	1.17	0.89	0.78
期初现金余额	688.0	730.5	710.7	2707.2	1714.2	2392.0	4007.8	股息收益率	29.4%	21.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	730.5	710.7	2707.2	1714.2	2392.0	4007.8	5056.1	EV/EBITDA	3.0	9.0	13.8	38.5	13.5	8.4	6.3

资料来源：中国银河证券研究部

(二)、鲁西化工(000830.SZ): 航天炉促使成本下降业绩增(推荐)

表 3: 鲁西化工(000830.SZ)关键指标预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	6469.32	7685.76	12563.00	17082.41	19190.98
EBITDA(百万元)	667.39	906.10	1214.26	1706.80	1885.69
净利润(百万元)	140.22	212.03	512.27	950.54	1121.49
摊薄 EPS(元)	0.13	0.20	0.35	0.65	0.77
PE(X)	40.22	26.60	16.7	9.0	7.6
EV/EBITDA(X)	12.85	11.01	7.47	4.13	2.61
PB(X)	2.38	2.18	1.70	1.41	1.26
ROIC	2.28%	3.43%	6.66%	9.65%	9.81%
总资产周转率	0.83	0.77	1.06	1.28	1.28

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1)、航天炉促使吨成本下降 200 元, 将成为重要的业绩增长点

公司航天炉已经稳定运行近 1 个月, 航天炉的运行可以使公司生产原料由精煤改为粗煤, 平均使尿素吨生产成本降低 200 元, 公司目前有近 200 万吨尿素年产量, 故每年节约成本约 4 个亿。

(2)、烧碱行业利润高增长, 未来盈利提升空间较大

公司目前有 60 万吨烧碱装置, 2011 年烧碱市场整体处于平稳上涨的趋势, 市场成交气氛活跃, 国内外需求较好, 2012 年房地产调控政策仍继续, 传统耗氯产品 PVC 严重亏损, 企业从平衡角度出发, 大多降低氯碱装置开工负荷率, 致使烧碱市场货源供应偏紧, 烧碱行业利润高增长, 未来盈利提升空间较大。

我们与市场不同的观点:

市场认为化工产能过剩, 不看好公司业绩增长, 我们认为因航天炉促使吨成本下降 200 元, 产品综合盈利空间将被打开, 加之烧碱行业利润高增长, 未来盈利提升空间较大。

公司估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值结果显示目前 A 股价格偏低。考虑公司随着行业将走出谷底进入景气回升阶段, 加之政策支持化肥行业, 给予公司推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

化肥政策利好及产品涨价是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

公司生产装置发生安全生产事故(化工企业发生装置事故概率较大)

表 4: 鲁西化工 (000830) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	582.2	883.6	2023.3	4014.6	6163.6	营业收入	6469.3	7685.8	12563.0	17082.4	19191.0
应收票据	33.6	36.0	63.7	86.6	97.3	营业成本	5912.2	6839.6	10984.0	14816.0	16623.0
应收账款	2.7	1.6	6.9	9.4	10.5	营业税金及附加	22.8	39.4	75.4	102.5	115.1
预付款项	501.2	383.4	194.2	-61.0	-347.4	销售费用	136.8	212.8	452.3	512.5	575.7
其他应收款	11.8	22.9	37.4	50.8	57.1	管理费用	188.8	214.1	376.9	512.5	575.7
存货	778.0	1449.8	1444.5	1948.4	2186.0	财务费用	105.3	154.3	221.5	149.9	121.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.2	11.6	4.8	4.8	4.8
长期股权投资	30.1	29.2	29.2	29.2	29.2	公允价值变动收益	57.8	-49.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	4254.4	6374.9	7217.3	7164.6	6901.4	投资收益	-0.5	51.4	3.8	2.0	2.0
在建工程	1796.6	1472.4	836.2	468.1	274.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	13.7	99.4	99.4	99.4	99.4	营业利润	160.6	216.0	452.0	986.2	1176.6
无形资产	366.8	470.7	423.6	376.5	329.5	营业外收支净额	52.8	82.3	180.4	248.2	279.9
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	213.3	298.3	632.4	1234.5	1456.5
资产总计	8564.6	11282.5	12388.7	14199.7	15813.7	减: 所得税	70.6	86.5	107.5	259.2	305.9
短期借款	1237.4	2910.4	0.0	0.0	0.0	净利润	142.8	211.8	524.9	975.2	1150.6
应付票据	326.2	706.7	812.5	1096.0	1229.6	归属于母公司的净利润	140.2	212.0	512.3	950.5	1121.5
应付账款	699.4	1416.0	1263.9	1704.9	1912.8	少数股东损益	2.5	-0.2	12.6	24.7	29.1
预收款项	420.0	340.3	378.0	429.3	486.8	基本每股收益	0.13	0.20	0.35	0.65	0.77
应付职工薪酬	32.3	34.3	34.3	34.3	34.3	稀释每股收益	0.13	0.20	0.35	0.65	0.77
应交税费	-58.6	-170.6	-139.5	-50.0	0.0	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	76.0	63.2	76.4	76.4	76.4	成长性					
其他流动负债	900.0	908.2	941.2	971.8	986.1	营收增长率	-6.6%	18.8%	63.5%	36.0%	12.3%
长期借款	2383.0	2193.0	1220.5	1220.5	1220.5	EBIT 增长率	-66.1%	82.1%	77.6%	68.9%	14.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-38.9%	51.2%	141.6%	85.6%	18.0%
负债合计	6190.8	8692.4	6675.9	7511.7	7975.1	盈利性					
股东权益合计	2373.8	2590.1	5208.8	6184.0	7334.7	销售毛利率	8.6%	11.0%	12.6%	13.3%	13.4%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	2.2%	2.8%	4.1%	5.6%	5.8%
净利润	143	212	525	975	1151	ROE	5.9%	8.2%	9.8%	15.4%	15.3%
折旧与摊销	459	526	540	568	584	ROIC	2.28%	3.43%	6.66%	9.65%	9.81%
经营活动现金流	1500	1269	1492	2299	2349	估值倍数					
投资活动现金流	-1697	-1694	-147	-98	-78	PE	40.2	26.6	16.7	9.0	7.6
融资活动现金流	109	727	-206	-210	-122	P/S	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4
现金净变动	-88	301	1140	1991	2149	P/B	2.4	2.2	1.70	1.41	1.26
期初现金余额	671	582	884	2023	4015	股息收益率		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	582	884	2023	4015	6164	EV/EBITDA	12.8	11.0	7.5	4.1	2.6

资料来源: 中国银河证券研究部

(三)、四川美丰(000731.SZ): 天然气供气恢复增长能力(推荐)

表 5: 四川美丰(000731.SZ)关键指标预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	3,663.17	3,365.56	4,577.91	5,023.30	5,800.64
EBITDA(百万元)	358.31	292.97	430.14	487.52	610.52
净利润(百万元)	66.01	90.35	220.65	266.71	367.50
摊薄 EPS(元)	0.28	0.20	0.44	0.53	0.73
PE(X)	29.46	40.30	15.7	13	9.4
EV/EBITDA(X)	11.25	14.78	10.29	8.57	6.34
PB(X)	2.34	2.14	1.70	1.57	1.39
ROIC	3.89%	4.39%	7.23%	8.04%	10.07%
总资产周转率	0.04	0.03	0.06	0.07	0.09

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

我国尿素市场保持较快的增长速度, 化肥政策面向好, 尿素价格上升。目前由于川东气田恢复性增长公司天然气供应情况明显好转, 公司规模成本优势得到体现, 公司业绩出现了恢复性增长。

我们与市场不同的观点:

市场认为尿素产能过剩, 不看好公司业绩增长, 我们认为我国尿素市场保持较快的增长速度, 化肥政策面向好, 尿素价格上升, 由于川东气田恢复性增长公司天然气供应情况明显好转, 公司规模成本优势得到体现, 公司业绩出现了恢复性增长。

公司估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值结果显示目前 A 股价格偏低。考虑公司随着行业将走出谷底进入景气回升阶段, 给予公司推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

尿素涨价及吸收合并其他企业是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

公司生产装置发生安全生产事故(化工企业发生装置事故概率较大)

表 6: 四川美丰 (000731.SZ) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	405.92	986.15	907.26	1,152.80	1,458.54	营业收入	3,663.17	3,365.56	4,577.91	5,023.30	5,800.64
应收票据	66.86	70.15	95.42	104.71	120.91	营业成本	3,372.53	3,117.12	4,142.50	4,519.38	5,153.25
应收账款	13.82	15.74	38.15	41.86	48.34	营业税金及附加	3.67	3.39	4.62	5.06	5.85
预付款项	184.52	184.84	305.19	334.89	386.71	销售费用	22.15	26.41	35.92	39.42	45.52
其他应收款	37.14	37.15	38.91	42.70	49.31	管理费用	128.29	70.90	96.44	105.82	122.19
存货	164.67	230.32	276.17	301.29	343.55	财务费用	43.14	29.79	65.81	66.40	65.83
其他流动资产	0.09	0.07	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.65	4.94	0.50	0.50	0.50
长期股权投资	369.62	360.39	504.67	504.67	504.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,309.14	1,437.78	1,355.09	1,333.13	1,282.96	投资收益	4.78	(20.65)	15.00	15.00	15.00
在建工程	98.94	89.58	151.67	100.83	75.42	汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
工程物资	5.31	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	92.53	92.36	247.13	301.72	422.49
无形资产	220.26	227.29	215.92	204.56	193.20	营业外收支净额	0.37	20.44	28.34	31.24	36.31
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	92.89	112.80	275.47	332.96	458.80
资产总计	2,896.43	3,647.58	3,896.06	4,129.03	4,471.19	减: 所得税	26.88	22.45	54.82	66.26	91.30
短期借款	272.50	567.50	577.50	577.50	577.50	净利润	66.01	90.35	220.65	266.71	367.50
应付票据	16.54	17.63	0.00	0.00	0.00	归属于母公司的净利润	137.60	100.60	221.07	267.21	368.19
应付账款	93.34	132.22	92.06	100.43	114.52	少数股东损益	(71.58)	(10.24)	(0.41)	(0.50)	(0.69)
预收款项	150.83	160.22	188.30	205.43	234.24	基本每股收益	0.28	0.20	0.44	0.53	0.73
应付职工薪酬	31.01	28.44	45.71	45.71	45.71	稀释每股收益	0.28	0.20	0.44	0.53	0.73
应交税费	29.76	22.29	39.33	39.33	39.33	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	51.35	60.83	77.88	84.96	96.88	成长性					
其他流动负债	300.00	2.99	2.99	2.99	2.99	营收增长率	6.61%	-8.12%	36.02%	9.73%	15.47%
长期借款	80.00	119.00	103.86	103.86	103.86	EBIT 增长率	-49.16%	8.20%	102.00%	18.49%	33.99%
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-59.31%	36.87%	144.21%	20.87%	37.79%
负债合计	1,165.45	1,752.15	1,809.49	1,842.08	1,896.89	盈利性					
股东权益合计	1,730.98	1,895.43	2,086.57	2,286.96	2,574.30	销售毛利率	2.02%	3.14%	6.78%	7.49%	8.90%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	3.76%	2.99%	4.83%	5.32%	6.35%
净利润	66.01	90.35	220.65	266.71	367.50	ROE	7.76%	5.55%	11.10%	12.22%	15.15%
折旧与摊销	221.77	145.23	131.71	133.90	136.69	ROIC	3.89%	4.39%	7.23%	8.04%	10.07%
经营活动现金流	(7.21)	(70.78)	249.45	413.26	486.73	估值倍数					
投资活动现金流	736.19	(132.43)	(229.28)	(35.00)	(35.00)	PE	29.46	40.30	15.7	13	9.4
融资活动现金流	(707.01)	924.15	(99.06)	(132.72)	(145.99)	P/S	1.11	1.20	0.89	0.81	0.70
现金净变动	21.98	720.93	(78.89)	245.54	305.74	P/B	2.34	2.14	1.70	1.57	1.39
期初现金余额	628.69	405.92	986.15	907.26	1,152.80	股息收益率	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02
期末现金余额	650.67	1,126.85	907.26	1,152.80	1,458.54	EV/EBITDA	11.25	14.78	10.29	8.57	6.34

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 美国 GDP 增长缓慢	1
图 2: 美国失业率居高不下	1
图 3: 中国化肥净出口量	1
图 4: 肥料制造业固定资产投资月度数据	2
图 5: 国内生产总值季度累计值	2
图 6: 随着农作物种植面积的增加, 化肥施用量上升	2
图 7: 粮食产量与化肥施用量同步上升	2
图 8: 单位耕地面积化肥施用量持续上升	3
图 9: 2011 年全国主要农产品生产价格指数	3
图 10: 2011 年 CPI 与食品价格	3
图 11: 氮磷钾肥产量有所下降	4
图 12: 7-9 月化肥出口量大增	4
图 13: 各子行业肥料出口量	5
图 14: 肥料制造业主营业务收入大幅增加	5
图 15: 肥料制造业毛利率有所上升	5
图 16: 尿素产量变化趋势	6
图 17: 国内尿素市场价格回落	6
图 18: 氮肥月度出口量 (万吨)	6
图 19: 无烟块煤价格上涨	7
图 20: 中国天然气产销量	7
图 21: 中国煤炭出口量及价格	7
图 22: 中国煤炭进口量及价格	7
图 23: 中国液化天然气进口量	8
图 24: 磷肥月产量 (万吨)	8
图 25: 磷肥制造业毛利率 (%)	8
图 26: 磷肥出口量 (万吨)	9
图 27: 一铵出厂价 (元/吨)	9
图 28: 磷矿石区域价格 (元/吨)	9
图 29: 国际磷矿石价格 (美元/吨)	9
图 30: 氯化钾出厂价 (元/吨)	10
图 31: 硫酸钾出厂价 (元/吨)	10
图 32: 国际硫酸钾价格 (美元/吨)	10
图 33: 世界主要氯化钾资源分布	11
图 34: 钾肥月产量 (万吨)	11
图 35: 钾肥月进口量 (万吨)	11

表格目录

表 1: 赤天化 (600227.SH) 关键指标预测.....	12
表 2: 赤天化 (600227.SH) 财务报表预测.....	13
表 3: 鲁西化工 (000830.SZ) 关键指标预测.....	14
表 4: 鲁西化工 (000830) 财务报表预测.....	15
表 5: 四川美丰 (000731.SZ) 关键指标预测.....	16
表 6: 四川美丰 (000731.SZ) 财务报表预测.....	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：浙江龙盛（600352.SH）、烟台万华（600309.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）、鲁西化工（000830.SZ）、湖北宜化（000422.SZ）、远兴能源（000683.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn