

李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

(021) 50588666-8045

Lilil12345@ccnew.com

下半年盈利仍不乐观, 关注垄断及战略新兴产业

——化工行业 2012 年下半年投资策略

证券研究报告-行业策略

同步大市 (维持)

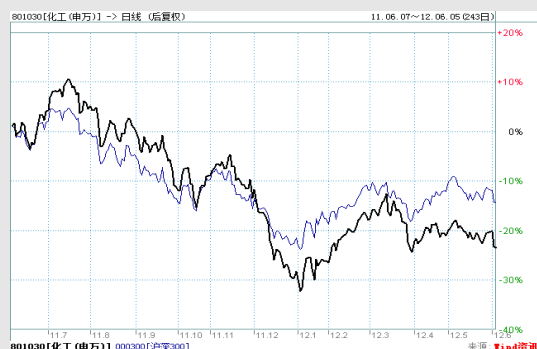
发布日期: 2012 年 6 月 8 日

盈利预测和投资评级

公司简称	11EPS	12EPS	12PE	评级
裕兴股份	1.39	1.75	19.09	增持
雅本化学	0.31	0.43	32.19	增持
三维工程	0.41	0.79	21.99	增持
碧水源	0.63	1.03	28.65	增持
万邦达	0.33	0.51	47.57	增持
天瑞仪器	0.71	0.98	19.24	增持
雅化集团	0.59	0.75	18.19	增持
久联发展	1.16	1.35	16.22	增持
中国玻纤	0.33	0.58	18.12	增持

注: 股价为 2012 年 6 月 7 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 20101209-策略-AAA-石化行业 2012 年投资策略: 大宗品追随价格, 新材料及专用品寻求成长

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

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 年化工行业上市公司合计实现营业收入同比增长 31.77%, 较上年同期下降 9.61 个百分点, 归属于母公司股东的净利润同比增长 6.94%, 较上年同期下降 26.49 个百分点。整体毛利率有所下滑。241 家上市公司中, 135 家业绩同比增长, 占比 56%; 106 家业绩下滑或亏损, 占比为 44%。
- 2012 年一季度, 上市公司营业收入同比增长 13.15%, 净利润同比下降 42.12%, 而上年同期净利润同比增长 44.32%。241 家化工上市公司中业绩下滑或亏损的企业 142 家, 占比近 60%; 行业景气度继续下行。
- 化工盈利增速与 GDP 变化呈现高度正相关, 下半年, 我国企业去库存化行为进程仍然较为缓慢, 地产去泡沫化进程仍将延续, 加之外需不振, 人民币升值, 净出口对 GDP 贡献增长为负, 经济实际增长速度不容乐观。这不利于下半年我国化工行业盈利的增长。原油价格将在 7-8 月份企稳回升, 运行区间为 80 美金/桶-110 美金/桶, 化工企业成本压力依然较大。
- 关注具备垄断特质的行业以及政策刺激带来中长期投资机会的战略新兴产业。包括: 受益西部地区基建加速的民爆板块、受益国内外需求有望双双回暖的玻纤行业、受益电子产业加速转移的电子化学品板块、节能环保题材概念股以及具备微生物肥、手性中间体、生物酶概念的相关重点公司。
- 我们建议重点关注以下公司: 裕兴股份 (300305)、雅本化学 (300261)、三维工程 (002469)、碧水源 (300070)、万邦达 (300055)、天瑞仪器 (300165)、雅化集团 (002497)、久联发展 (002037)、中国玻纤 (600176)
- 风险提示: 原油暴涨暴跌风险, 欧债风险

目 录

1、2012 年一季度：景气度继续下滑，企稳迹象不明显	4
1.1 2011 年业绩分化较为明显	4
1.2 2012 年一季度行业景气度继续下滑	4
2、下半年化工行业盈利增长仍不乐观	9
2.1 GDP 增速下滑将拖累化工行业盈利	9
2.2 下半年原油走势判断：无突发因素影响下，走势较为平稳	12
3、建议下半年重点关注垄断及战略新兴产业	13
3.1 哪些具备“垄断”特质的行业拥有投资机会？	14
3.1.1 民爆：西部地区基建投资加速拉升区域行业需求	15
3.1.2 玻纤：受益美房地产市场温和复苏，国内电子行业回暖，基建升温	16
3.2 结构性刺激政策引发战略新兴产业中长期投资机会	17
3.2.1 节能环保题材引发的投资机会探讨	18
3.2.2 新一代信息技术：关注产业加速转移带来的电子化学品进口替代机会	18
3.2.3 生物产业：关注生物农业、生物质能发展带来的投资机会	19
4、估值分析及重点公司投资建议	20
4.1 估值处于底部区域，给予“同步大市”的投资评级	20
4.2 子行业估值分析	21
4.3. 重点公司盈利预测、估值及投资建议	21
5、风险因素	21
行业投资评级	22
公司投资评级	22
重要声明	22
免责条款	22
转载条款	22

图目录

图 1: 2011 年化工行业收入利润再次呈现死叉态势.....	4
图 2: 一季度销售利润率快速下滑 单位: %.....	4
图 3: 下游去库存并未结束, 大部分产品产量增长低于 15%, 但磷矿石、农药产量增长较快.....	5
图 4: 大部分化工产品价格继续下滑, 个别产品价格底部趋稳.....	6
图 5: 全行业固定资产投资增速快速下滑, 但增速依然较快.....	8
图 6: 合成材料制造业固定资产投资增速最高.....	8
图 7: 塑料、纤维、油墨、肥料等子版块 3 月固定资产投资增长明显回落.....	8
图 8: 除 2005 年外, 化工原料及制品业收入利润增速与 GDP 增速存在显著正相关.....	9
图 9: 固定资产投资增速与化工盈利.....	10
图 10: 调整后的固定资产投资增速与化工盈利.....	10
图 11: 三次房地产、汽车景气底部.....	11
图 12: 人民币兑美元走势图.....	11
图 13: 我国出口贸易增速 2011 年开始快速下滑.....	12
图 14: 2011 年起对欧盟出口占比持续缩水.....	12
图 15: 下游房地产、汽车等主要消费领域呈现个位数增长态势, 部分细分领域需求量小, 但增长较快.....	12
图 16: 欧洲布伦特港口离岸价走势及影响因素示意图.....	13
图 17: 09 年以来原油价格与投机净多头仓位相关系数高达 0.9.....	13
图 18: 原油价格与美元指数高度负相关.....	13
图 19: 申万三级化工子行业毛利率变化情况.....	14
图 20: 工业硝酸铵价格变化.....	16
图 21: 我国各省份主要民爆企业与最大民爆企业的市占率.....	16
图 22: 我国玻纤下游应用领域分布.....	17
图 23: PPG 玻纤下游应用领域分布.....	17
图 24: 我国玻纤收入和利润增速示意图.....	17
图 25: 玻纤产量及同比增速.....	17
图 26: 美国运输领域建造支出.....	17
图 27: 美国新建单户住宅年销售额.....	17
图 28: 北美半导体设备制造商 BB 值.....	17
图 29: 我国集成电路产量及同比增速.....	17
图 30: 全球生物产业结构.....	19
图 31: 我国生物产业结构.....	19
图 32: 化工与沪深 300 指数走势对比.....	20
图 33: 化工与全部 A 股市盈率 (TTM, 整体法) 比较.....	20
图 34: 申万三级化工子行业 PE 变化情况.....	20

表目录

表 1: 2011 年我国液晶面板产能.....	19
表 2: 重点公司估值分析表.....	21

1、2012 年一季度：景气度继续下滑，企稳迹象不明显

1.1 2011 年业绩分化较为明显

2011 年化学原料及制品业实现营业收入同比增长 33.34%，较上年同期增长 0.19 个百分点，利润总额同比增长 32.08%，较上年同期下滑 27.11 个百分点。行业内上市公司合计实现营业收入同比增长 31.77%，较上年同期下降 9.61 个百分点，归属于母公司股东的净利润同比增长 6.94%，较上年同期下降 26.49 个百分点。整体毛利率有所下滑。241 家上市公司中，135 家业绩同比增长，占比 56%；106 家业绩下滑或亏损，占比为 44%。

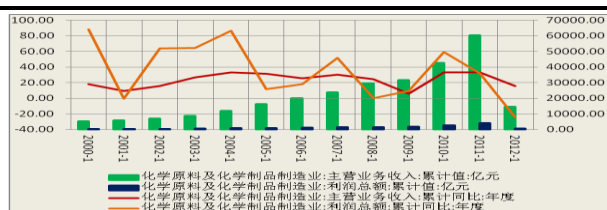
分板块看，纯碱等化学原料、化肥、炭黑、氟化工以及磷化工板块整体盈利较好。其中，限电是化肥和化学原料板块业绩快速增长的主要原因；出于环保因素考虑，海外制冷剂产能关停，全球产业转移是氟化工板块业绩快速增长的动力；磷化工板块的业绩提升主要来源于两个方面：1) 磷矿石资源整合加速，带来价格的快速上涨；2) 限电带来黄磷价格提升，推升相关公司业绩增长；炭黑板块业绩的增长主要来源于高油价下低成本煤焦油炭黑的产能扩张。涂料、粘胶纤维整体业绩下滑较快。涂料业绩下滑的主要原因是原材料成本大幅上涨；粘胶纤维业绩下滑一方面来自于下游需求较弱，另一方面来自于棉花价格的下滑带动粘胶价格下滑。

1.2 2012 年一季度行业景气度继续下滑

一季报情况看，化学原料及制品业实现营业收入同比增长 15.67%，利润总额下滑 23.09%。行业内上市公司营业收入同比增长 13.15%，净利润同比下降 42.12%，而上年同期净利润同比增长 44.32%。241 家化工上市公司中业绩亏损的 57 家，业绩下滑的 85 家，二者合计占比近 60%；，体现行业景气度继续下行的趋势。

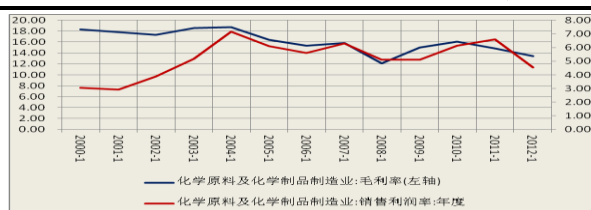
其中，2011 年表现较好的纯碱、氯碱龙头山东海化和英力特均出现了亏损，体现了国家宏观调控重压下房地产需求低迷对其的拖累。氟化工产品产能释放的压力下，价格理性回归；磷矿石价格较上年同期继续大幅提升，带动相关企业一季度业绩大幅增长。

图 1：2011 年化工行业收入利润再次呈现死叉态势



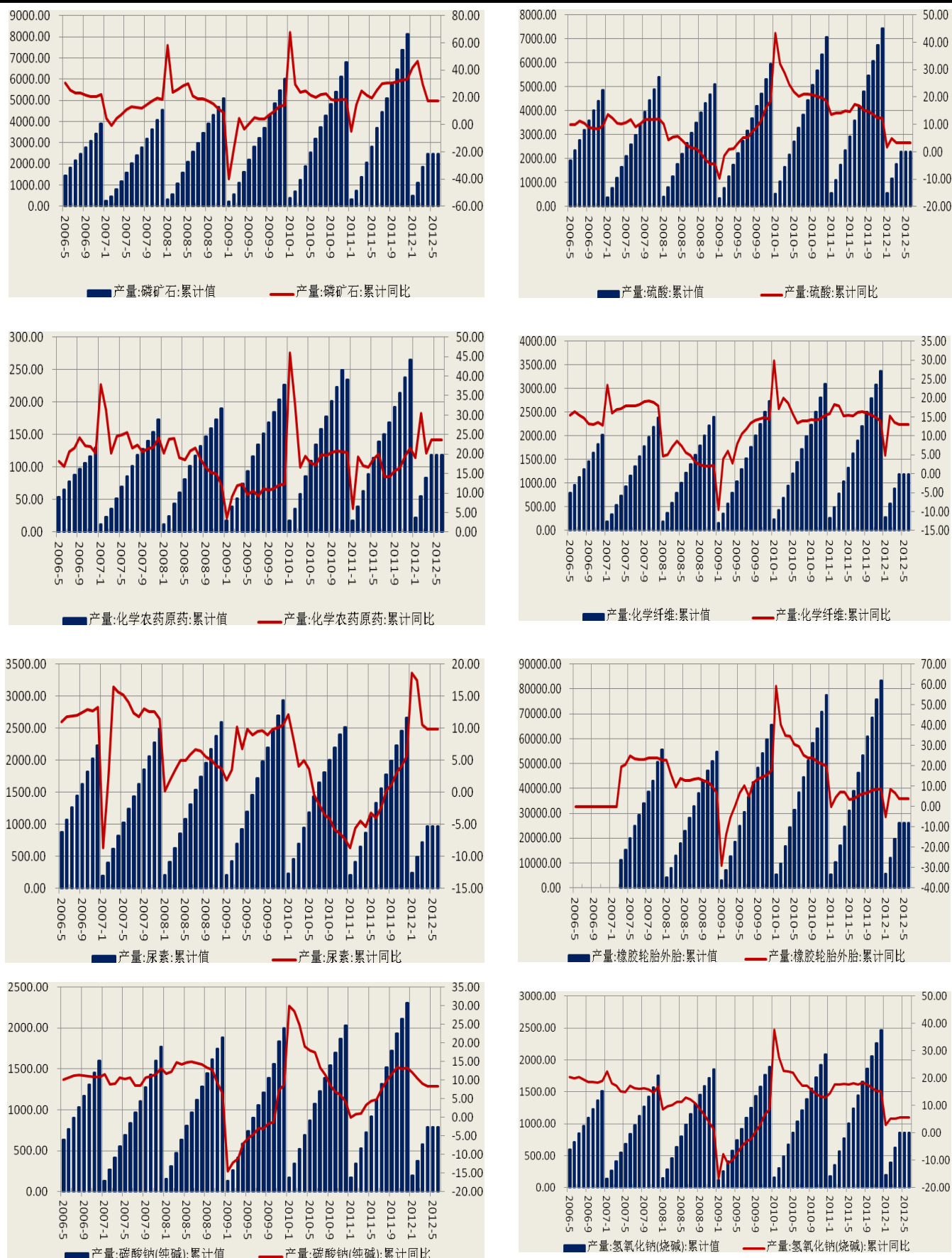
资料来源：国家统计局

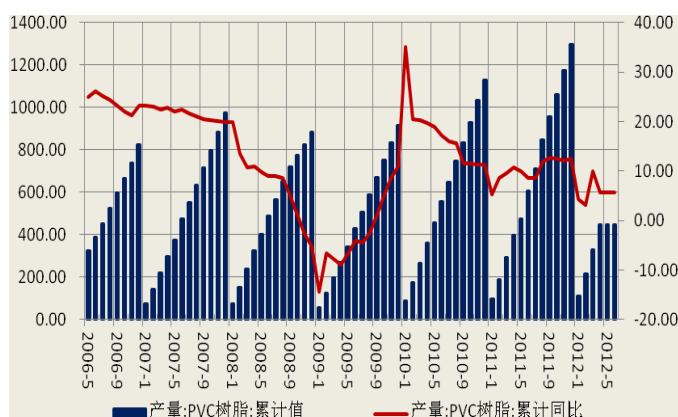
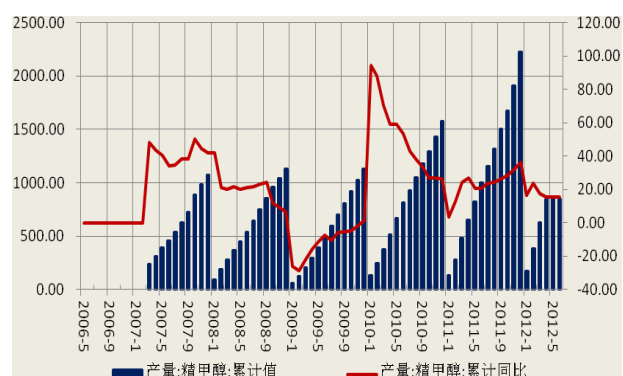
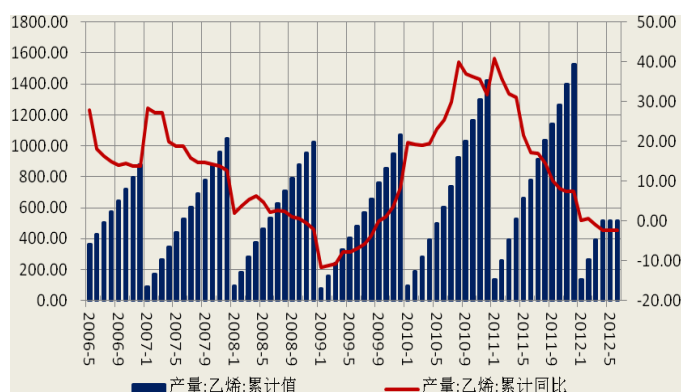
图 2：一季度销售利润率快速下滑 单位：%



资料来源：国家统计局

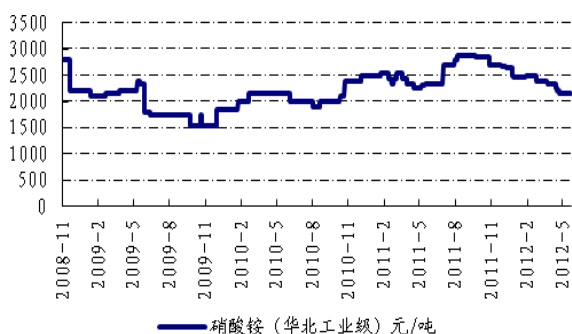
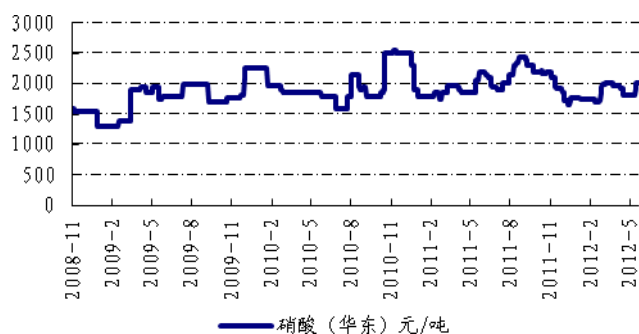
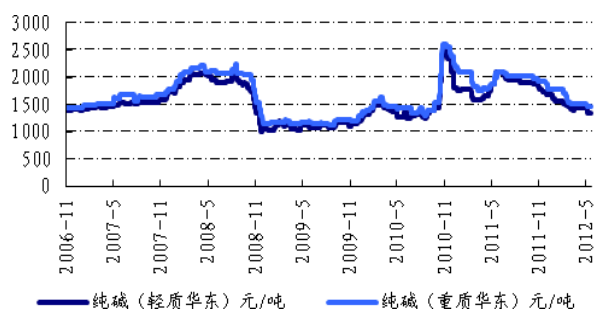
图 3: 下游去库存并未结束, 大部分产品产量增长低于 15%, 但磷矿石、农药产量增长较快

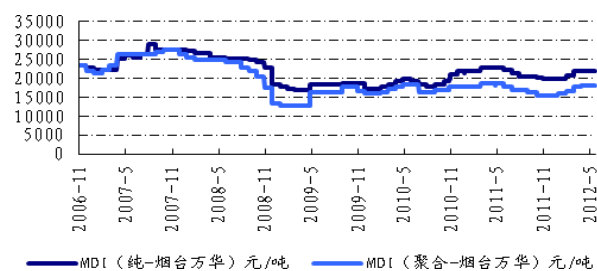
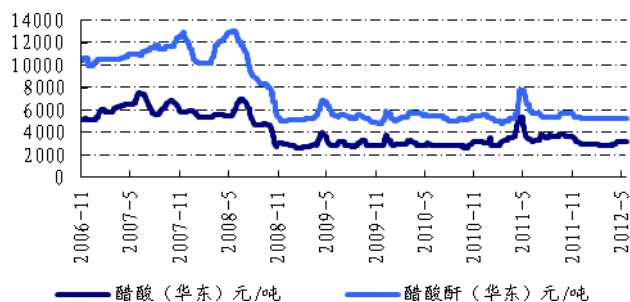
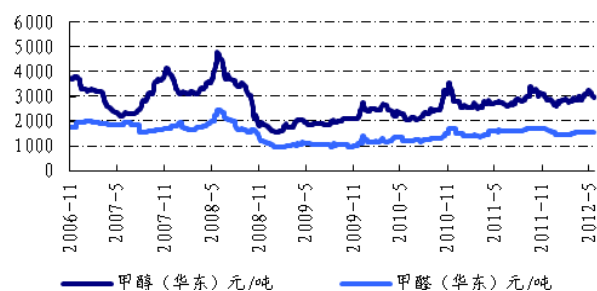
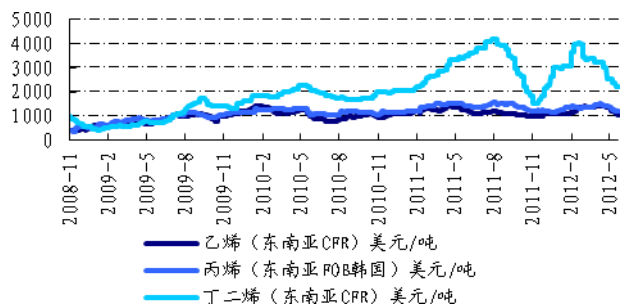




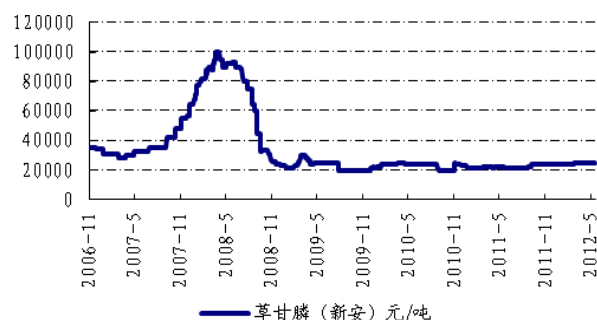
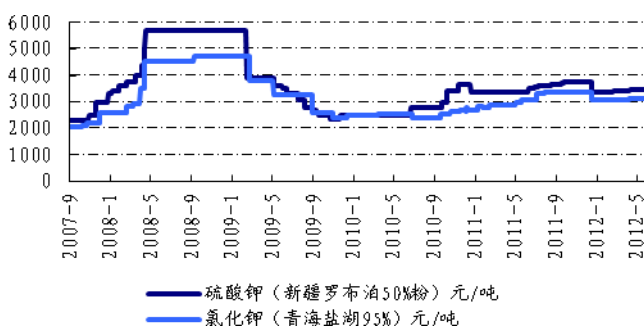
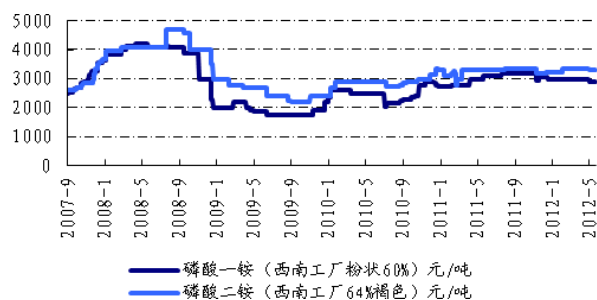
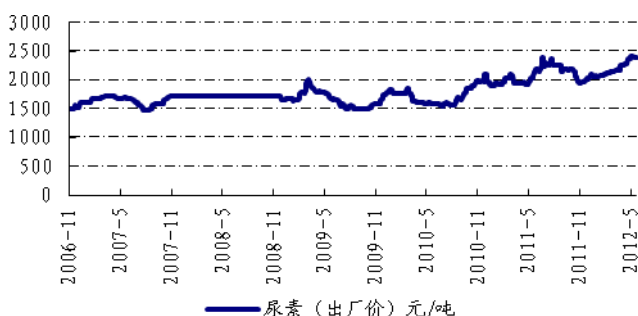
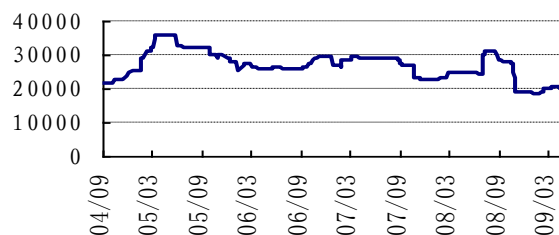
资料来源: Wind、石化协会

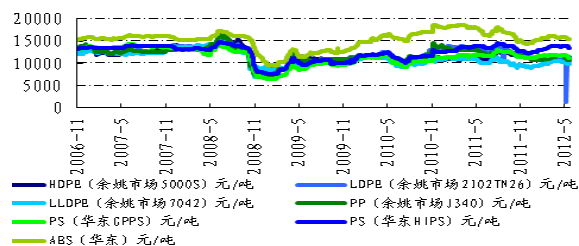
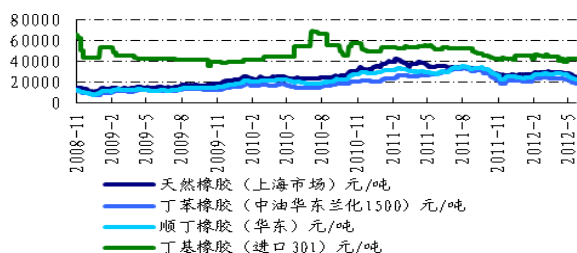
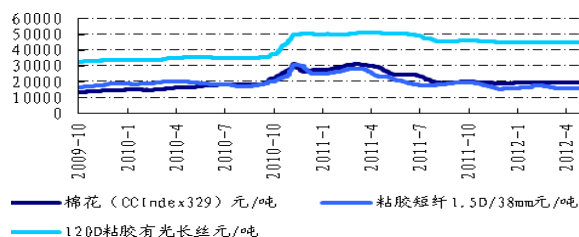
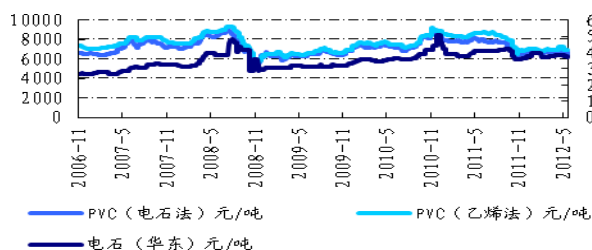
图 4: 大部分化工产品价格继续下滑, 个别产品价格底部趋稳





甲基环体硅氧烷

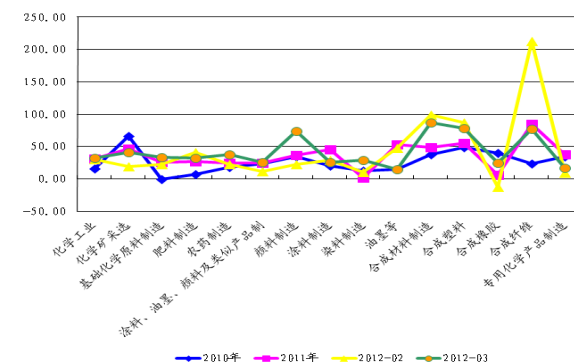
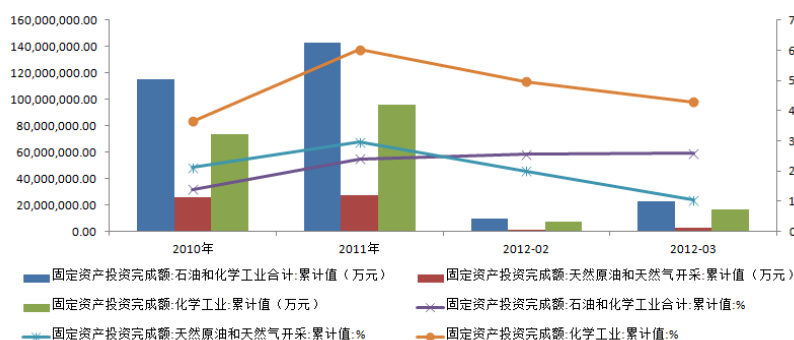




资料来源: 百川资讯

图 5: 全行业固定资产投资增速快速下滑, 但增速依然较快

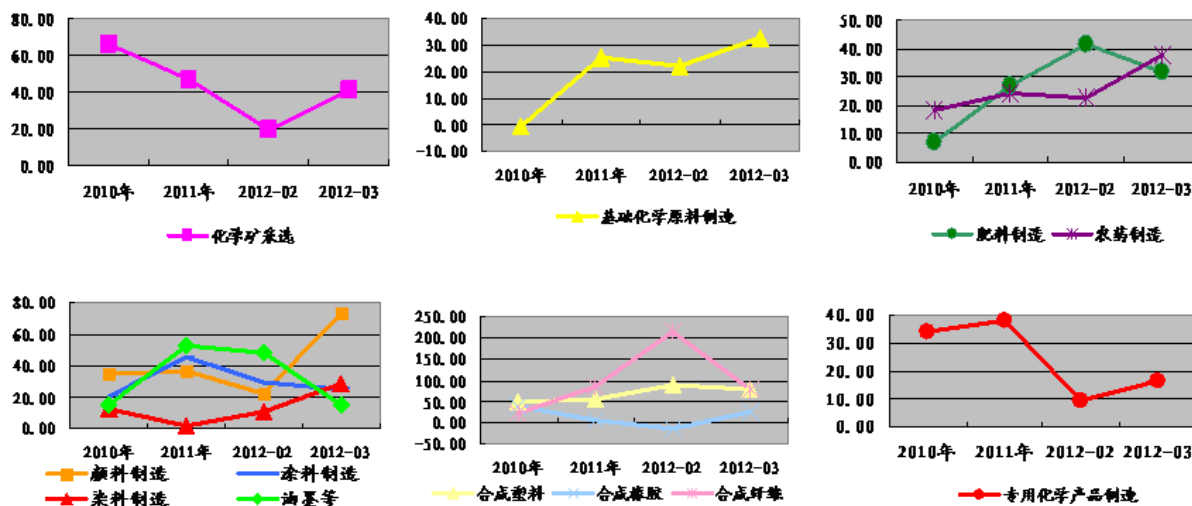
图 6: 合成材料制造业固定资产投资增速最高



资料来源: 国家统计局

资料来源: 国家统计局

图 7: 塑料、纤维、油墨、肥料等子版块 3 月固定资产投资增长明显回落



资料来源: 国家统计局

2、下半年化工行业盈利增长仍不乐观

2.1 GDP 增速下滑将拖累化工行业盈利

化工行业为强周期性行业，与国家宏观经济走势密切相关，我们提取了 2001 年以来化工行业利润总额与 GDP 同比增速的数据，发现除 2005 年较为特殊外，其他年份的两组数据均存在显著正相关关系（相关系数大于 0.65），并且自 2007 年开始两组数据的相关性程度快速提升。

图 8：除 2005 年外，化工原料及制品业收入利润增速与 GDP 增速存在显著正相关



资料来源：国家统计局

问题一：为什么 2005 年行业走势与 GDP 呈现明显的背离现象

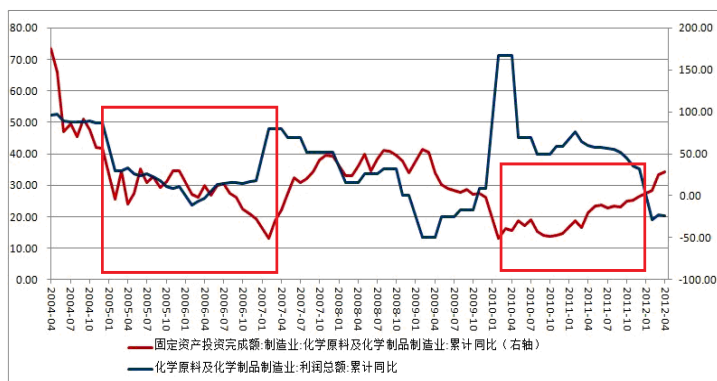
为什么 2005 年行业走势与 GDP 呈现明显的背离现象，我们认为这与行业的资本支出密切相关。由于国内基础化工行业间大型并购案例较少，我们近似用固定资产投资情况的变化来模拟行业的资本支出情况。

通过对固定资产投资增速以及化工行业利润总额增速两组数据进行统计分析，我们发现，二者之间存在明显的正相关关系，相关系数高达 0.91，并且前者滞后后者一年。也就是说，当行业利润快速增长时，企业具备增加固定资产投资，扩大再生产的愿望，具体体现在 1 年后的固定资产投资明显加速。

那么固定资产投资增加后对化工行业盈利的影响又是如何呢？我们验证

了二者的相关性，发现并没有显著的规律，当行业产能不足时，固定资产投资的增长有助于行业利润的快速增长；而当行业产能过剩时，固定资产的投资快速增长又会加剧这一现象，使得行业利润出现快速的下滑。考虑到化工行业从投入到正常达产一般需经历 1 年-2 年时间，相应地，其对利润总额增速的影响一般体现在 1-2 年之后。

图 9：固定资产投资增速与化工盈利



资料来源：国家统计局

图 10：调整后的固定资产投资增速与化工盈利



资料来源：国家统计局

具体到化工行业的实际运行状况，2002 年-2004 年，随着化工行业的整体回暖，行业固定资产投资也在快速增长，并于 2004 年达到阶段性高点（见图 9），大量的新增产能在 2005 年集中释放。由于产能的严重过剩，随后固定资产投资增速快速下滑，整个化工行业用了约两年半（2005 年-2007 年 6 月）的时间消化产能的集中释放，固定资产投资也于 2007 年下半年再度恢复增长。

产能过剩并不是化工行业 2005 年利润大幅下滑的唯一原因。我们看到，受国家宏观调控逐步到位的影响，2005 年房地产、汽车等下游化工行业增速也快速下滑，并达到了阶段性底部（见图 11），导致大部分化工产品需求下降；此外，2005 年化工行业仍处于结构调整初期，高耗能、高污染、低附加值产品居多，国家在年内降低和暂停部分高耗能、高污染以及资源性产品的出口退税率，也对当年化工行业景气度下滑起到了一定的推动作用。

综合以上分析，我们认为 2005 年行业利润总额增长与 GDP 增长走势背离的主要原因是：前期大量产能集中释放从而引发自身产能严重过剩与下游主要应用领域需求放缓的共振。

问题二：今后化工行业的走势是否仍然会与 GDP 走势出现背离？

解决这个问题我们要探讨 2005 年行业所面临的负面影响因素是否重现，首先，我们看到，近 10 年来，行业第二轮的快速扩张始于 07 年下半年，终于 2009 年下半年，随后，又进入新一轮的行业周期性收缩，持续时间为 2009 年下半年-2012 年，持续时间同样为 2 年半，通过这个现象，我们发现，我国化工行业的扩张-收缩周期为五年左右，按照这个规律，目前我国的固定资产投资又进入了新一轮的增长周期，过剩产能刚刚消化完成，2005 年产能严重过剩的现象并不会出现。

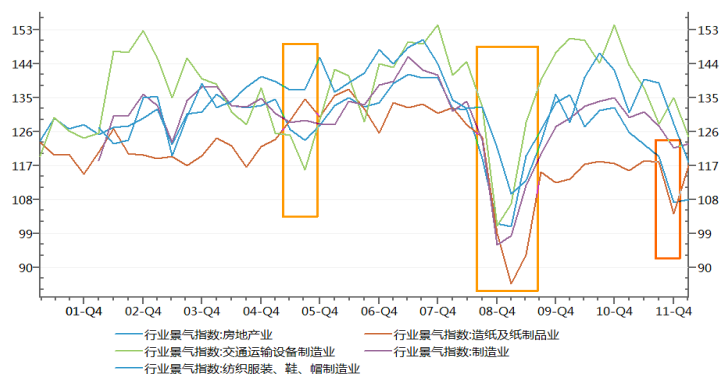
此外，我们看到，3 月，化工下游最大消费领域房地产行业的景气指数已从底部恢复，汽车行业的景气度在政策的刺激下也有望回升（新一轮“汽车下乡”政策或将启动）。2005 年行业景气度快速下滑的两大因素均难以重现。我们倾向于判断后期行业的利润总额增速与 GDP 走势呈正相关关系。

问题三：后期我国的 GDP 增速走势如何？

可以看到，2010 年以来我国 GDP 增速快速下滑，一方面来源于出口增速的放缓，尤其是对欧洲出口的减少（见图 13、图 14），另一方面也来自于宏观调控下，国内需求的下降。

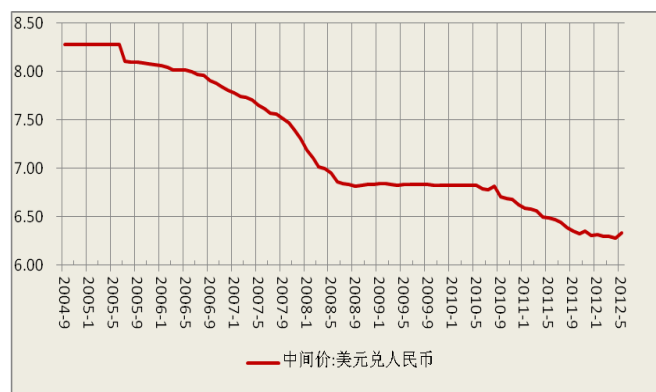
5 月份汇丰中国制造业采购经理人预览指数继续下滑 0.6（5 月份：48.7，4 月份 49.3），该指数已经连续七个月低于 50，持续时间仅次于那轮结束于 2009 年 3 月之前的连续八个月下跌，这增加了人们对后期中国经济增长大幅放缓的担忧。结合我所策略分析师的观点，考虑到我国企业去库存化行为进程仍然较为缓慢，地产去泡沫化进程仍将延续，加之外需不振，人民币升值，净出口对 GDP 贡献增长为负，2012 年下半年经济实际增长速度不容乐观。这不利于下半年我国化工行业盈利的增长。

图 11：三次房地产、汽车景气底部



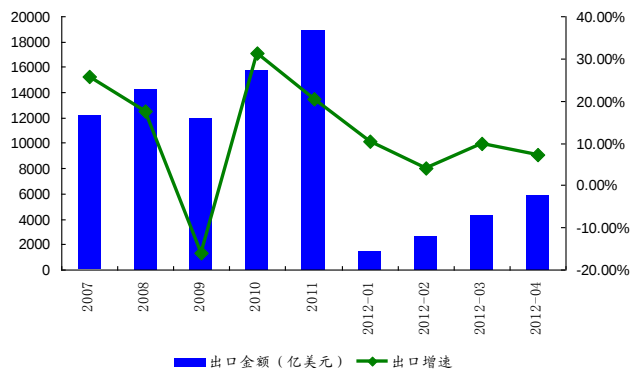
资料来源：国家统计局

图 12：人民币兑美元走势图



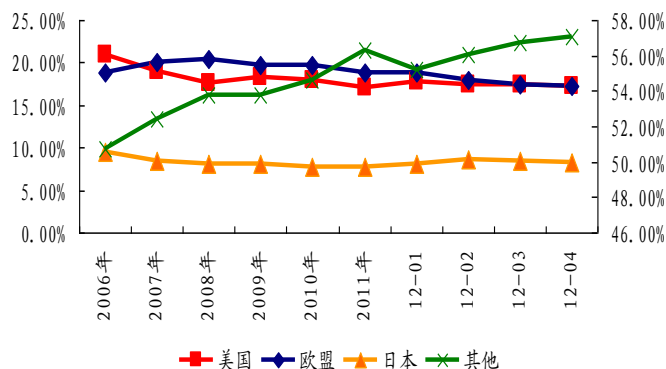
资料来源：中国人民银行

图 13: 我国出口贸易增速 2011 年开始快速下滑



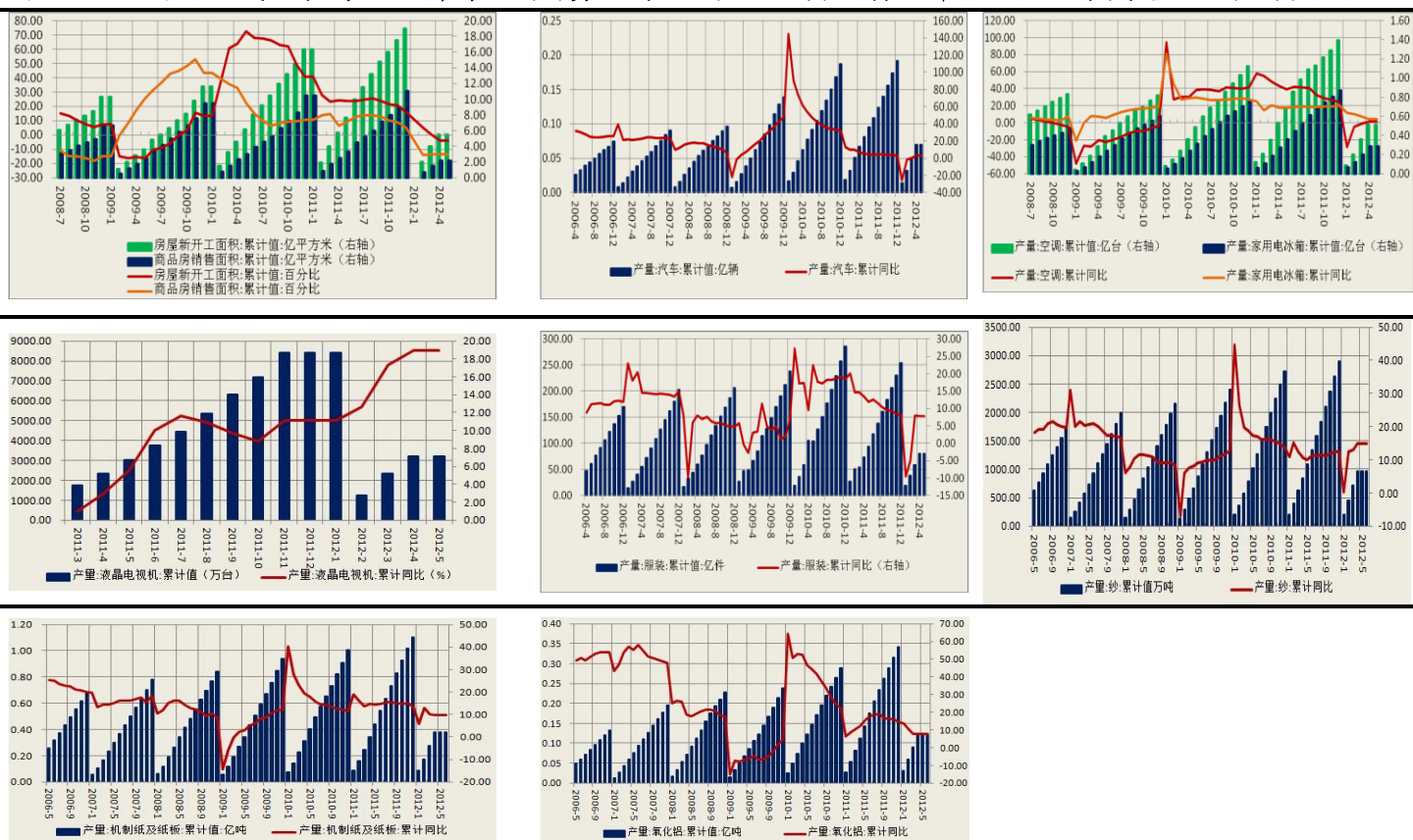
资料来源：国家统计局

图 14: 2011 年起对欧盟出口占比持续缩水



资料来源：国家统计局

图 15: 化工下游领域：房地产、汽车等主要消费领域呈现个位数增长态势，部分细分领域需求小，但增长较快



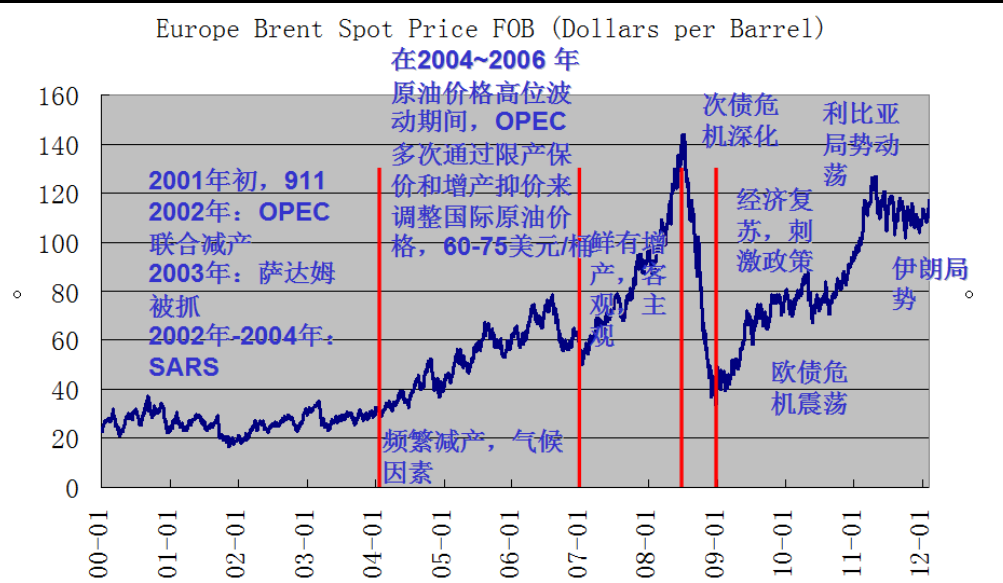
资料来源：WIND 资讯、中原证券

2.2 下半年原油走势判断：无突发因素影响下，走势较为平稳

根据目前的供需情况，原油在 80 美金/桶附近应具备强烈的供需面支撑，远离 80 美金/桶之上或之下的价格受其他因素影响较大，包括战争、投机仓位的变化以及 OPEC 国家刻意的增减、产行为等。下半年欧美经济增长具备较

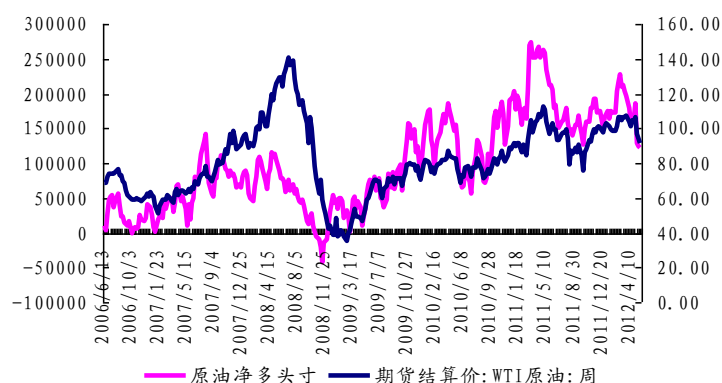
大的不确定性，类似于 QE2 这种流动性大幅放松的政策出台可能性不大，近期油价的投机仓位参与热情不高，CFTC 统计的数据显示，连续两周原油非商业头寸数量均有所下降，其中，多头仓位降幅更快。根据非商业仓位与油价的走势分析，前者一般领先后者 2 个月左右，预计 7 月-8 月油价间油价或将企稳回升。下半年油价在 80 美金/桶-110 美金/桶之间运行。对于化工品来讲，成本压力依然较大。

图 16: 欧洲布伦特港口离岸价走势及影响因素示意图

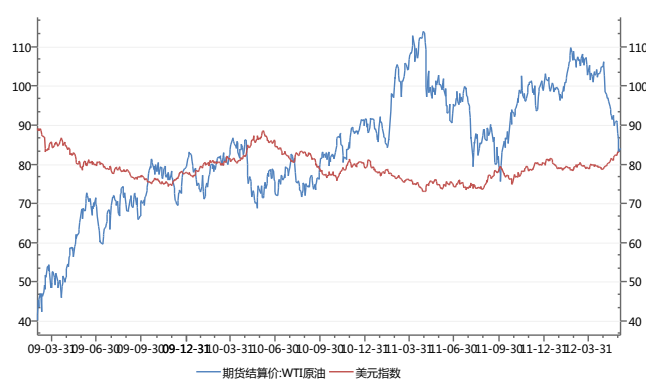


资料来源：彭博资讯，中原证券

图 17: 09 年以来原油价格与投机净多头仓位相关系数高达 0.9 图 18: 原油价格与美元指数高度负相关



资料来源：彭博资讯



资料来源：国家统计局

3、建议下半年重点关注垄断及战略新兴产业

下半年，全球化工需求增速放缓的担忧仍然存在，这将加速化工行业的整合。PVC、纯碱等产品同质化程度高，竞争态势差的行业，面临大量企业倒

闭重组的风险；而那些集中度高，进入壁垒大的垄断性企业能够通过一致行动，形成价格同盟，保证一定的盈利空间。

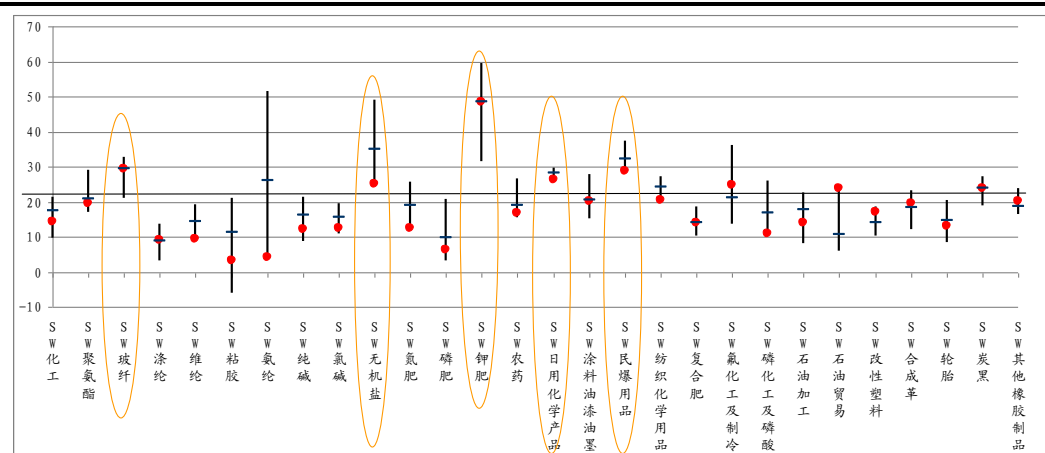
同时，经济环境较差时，国内外将出台一系列经济刺激政策，助推经济回暖，政策扶持力度较强的行业投资机会相对较大。建议下半年重点关注垄断产业及战略新兴产业概念股。

3.1 哪些具备“垄断”特质的行业拥有投资机会？

一般来讲，存在垄断现象行业中的企业能够享有超额利润，受经济周期波动的影响相对较小。根据形成方式的不同，我们将垄断分为行政垄断和资源垄断，其中资源垄断又可分为资金资源垄断、自然资源垄断、渠道资源垄断等。

行政垄断和资源垄断的分界线并不十分清晰，举例来讲，原油开采、炼油和成品油批发零售领域，中国石油、中国石化和中海油三巨头占据了绝大部分市场份额，并依靠各种行政法规极大程度上限制了其它厂商的进入。尽管国家现阶段成品油定价政策使得国内的炼油业务可能在部分时间段出现亏损，但能源全行业整体不论在原油价格低迷或高企时期均持续获得了超过社会资本平均回报率的超额利润率。三巨头垄断地位的形成既有行政的因素，又有行政垄断所带来的油气资源因素。

图 19：申万三级化工子行业毛利率变化情况



资料来源：Wind 资讯

由于本文主要讨论的是基础化工领域的投资机会，接下来，我们将主要围绕基础化工领域的垄断行业进行分析。我们统计了申万三级子行业中基础化工领域中，各子板块的毛利率波动范围，发现玻纤、无机盐、钾肥、日用化学品以及民爆用品的毛利率水平显著高于化工行业整体水平。根据

我们对行业的理解，玻纤、民爆、钾肥、日用化学品行业内均存在垄断现象。无机盐这个概念相对笼统，板块内公司个性化差异较强，有些凭借技术优势，另外一些则凭借资源优势获得领先地位。日用化学品的垄断主要体现在品牌效应及渠道效应，公司个性化同样较强；这两个子行业均不遵从我们自上而下的选股思路，下文不做具体分析。

从民爆、钾肥、玻纤这三个垄断性行业看，我们判断民爆和玻纤的投资机会更加确定，但钾肥价格下半年大涨的可能性较小。

3.1.1 民爆：西部地区基建投资加速拉升区域行业需求

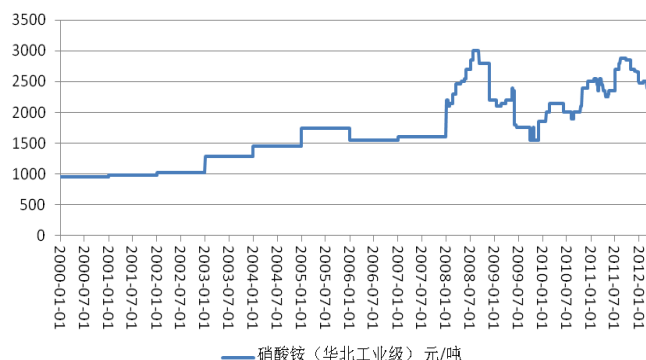
民爆相关业务包括：工业炸药的生产与销售、雷管导火索等起爆器材的生产与销售、以及爆破工程一体化服务的提供。

其中，爆破器材（工业炸药、雷管和导火索等）生产计划与销售价格均受国家计划管控，生产上，从事民用爆炸物品生产必须拥有生产许可证，国家行业主管部门对民爆产品实行计划管理，按生产许可能力下达生产计划，企业必须在计划内进行生产；在销售价格上，国家发改委对民爆产品实行指导价，确定其出厂基准价格和浮动范围。从事爆破服务的公司需要拥有爆破与拆除工程专业承包资质，从事矿山爆破业务承包需要拥有矿山工程施工总承包资质。全行业具备较高的进入壁垒。此外，由于民爆产品运输难度较大，相关企业通常存在区域垄断的现象。

我们判断，下半年西部的民爆行业具备较好的投资机会，主要基于以下几方面原因：1）**毛利率有望提升**。硝酸铵占炸药成本构成的 45% 左右，是成本构成中最大的组成部分，其价格今年以来已持续下滑，同时，年内还将有 110 万吨以上的新增产能投入市场，产能过剩现象加剧；分区域看，西南部地区的硝酸铵产能过剩状况更加突出，这些均不利于后期硝酸铵价格的回升。考虑到前文提到民爆产品价格受到一定程度的管制，在出厂基准价格没有调整的背景下，民爆产品整体毛利率有望上升。

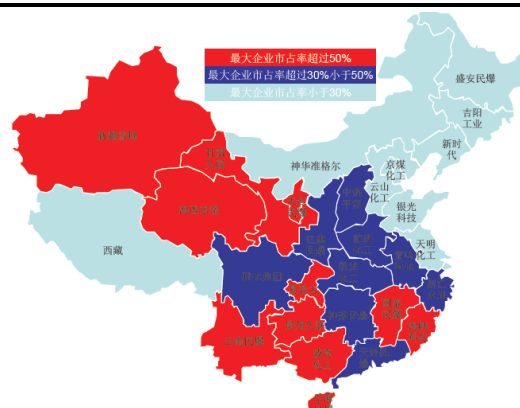
2）**西部地区将是中国经济“十二五”发展的重要引擎之一**。目前，我国的经济增速已接近政府的容忍下限，为了避免下半年经济增长进一步大幅放缓，5 月 23 日，国务院常务会议要求推进“十二五”重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，其中已经确定项目包括铁路、农村和西部地区的基础设施建设等，这将拉动西部地区民爆需求的快速增长。同时，由于西部地区的行业垄断属性更强（见图 21），相应该地区的龙头企业将更加受益。

图 20: 工业硝酸铵价格变化



资料来源：百川资讯，中原证券

图 21: 我国各省份主要民爆企业与最大民爆企业的市占率



资料来源：中国爆破器材行业工作简报

3.1.2 玻纤：受益美房地产市场温和复苏，国内电子行业回暖，基建升温

玻璃纤维行业设备初始投资大，回收期长，生产线一旦开车要保持窑内高温，不能停窑。产能利用率越高，利润率越高；产能利用率越低，成本越大，利润率越低。这些特点限制了新企业的进入。我国玻纤行业呈现寡头垄断的竞争格局。巨石集团(中国玻纤)、泰山玻纤、CPIC（重庆复合）三家厂商产能约占国内产能的 70%。

世界玻纤 80%的产能集中在六大企业之中，我国位居首位，随着下游制品厂商向国内的转移，我国玻纤近年来的出口比例逐年下降，目前大致为 50-60%，依然较高。出口国家主要集中于欧美地区。其中，美国为我国玻纤的第一出口大国，约占出口比例的 20%。从玻纤的下游消费领域看，我国主要集中在建筑、电子电器和交通领域，欧美国家主要集中在建筑、交通和风电领域。

展望下半年，国际方面，美国运输领域的建造支出依然维持高位，4 月份美国房地产销售量上升，美国将继续维持宽松的货币政策，房地产市场温和复苏预期升温，这均有利于下半年玻纤海外需求的恢复；国内方面，集成电路产量底部回升，基建开工项目的增多均有利于拉升国内玻纤的需求，为价格上调提供有力支撑。此外，工信部 5 月 31 日发布的《玻璃纤维行业准入条件（2012 年修订）》（征求意见稿），进一步提高了行业的准入门槛，有利于促进行业整合，支撑价格上涨，可重点关注国内玻纤龙头企业中国玻纤（600176，增持）。

图 22: 我国玻纤下游应用领域分布

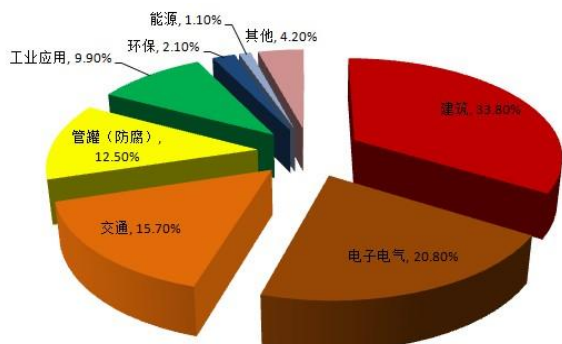


图 23: PPG 玻纤下游应用领域分布

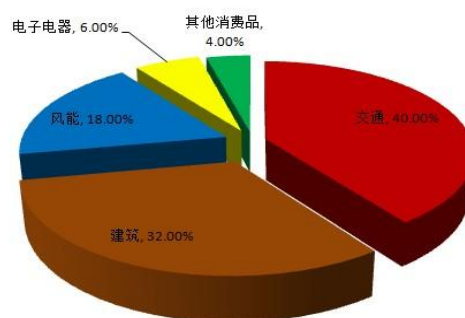


图 24: 我国玻纤收入和利润增速示意图

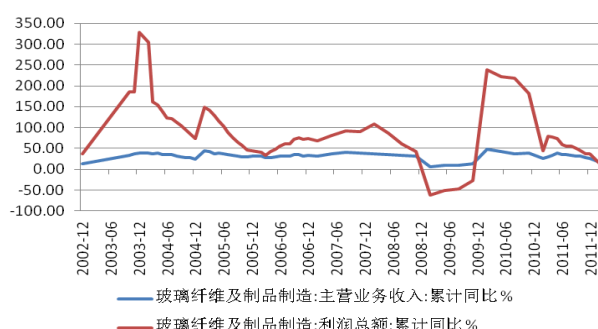


图 25: 玻纤产量及同比增速

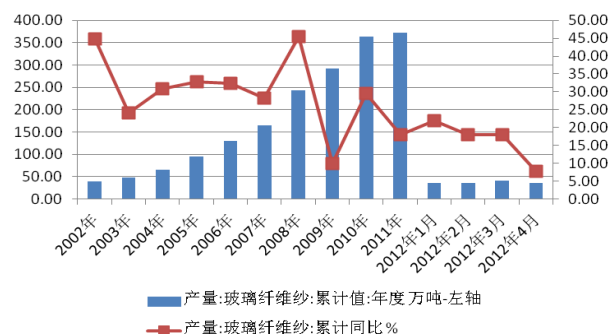


图 26: 美国运输领域建造支出

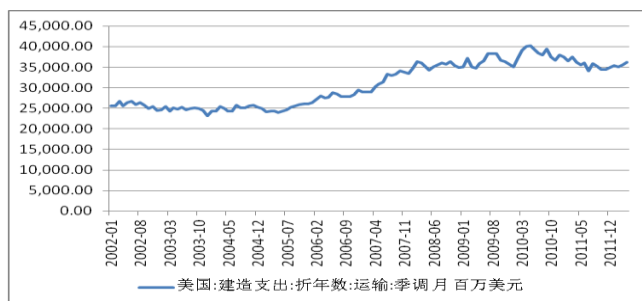


图 27: 美国新建单户住宅年销售额

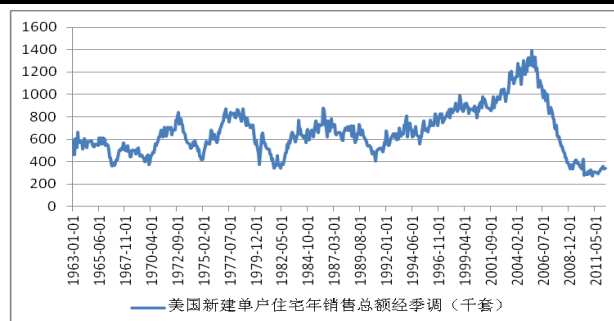


图 28: 北美半导体设备制造商 BB 值

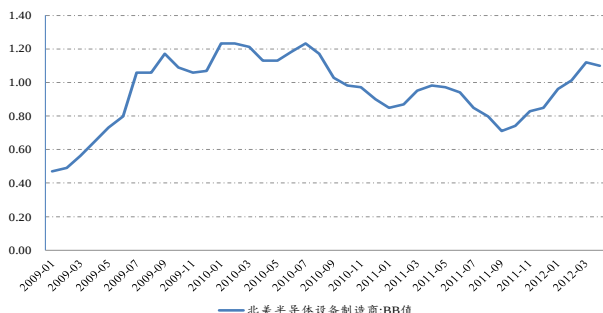
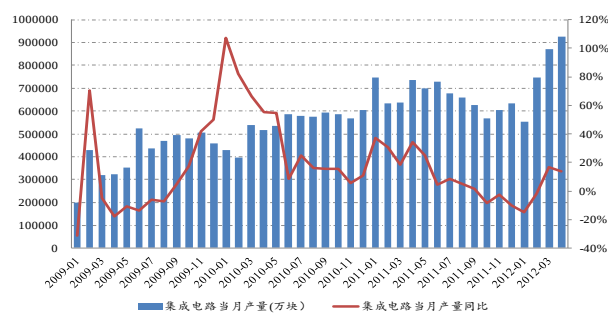


图 29: 我国集成电路产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 彭博资讯, PPG 年报, SEMI

3.2 结构性刺激政策引发战略新兴产业中长期投资机会

5 月 23 日温家宝主持召开国务院常务会议, 强调要根据形势变化加大预

调微调力度，积极采取扩大需求的政策措施。近期我们可以看到，国内的货币政策正从收紧向刺激增长转变，积极推进的战略新兴产业规划将在保增长的基础上促进我国经济结构转型。

3.2.1 节能环保题材引发的投资机会探讨

在《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》中，节能环保产业位列七大战略性新兴产业之首，国家对其未来的发展要求是：突破能源高效与梯次利用、污染防治与安全处置、资源回收与循环利用等关键核心技术，发展高效节能、先进环保和资源循环利用的新装备和新产品，推行清洁生产和低碳技术，加快形成支柱产业。

李克强副总理 5 月初出席在布鲁塞尔举行的中欧城镇化伙伴关系高层会议开幕式中的讲话表示，“十二五”期间，中国环保累计投入将超过 5 万亿元人民币，发展空间巨大。

下半年我国将陆续推出系列相关的环保领域细化政策，包括《“十二五”节能环保产业规划》、《环境服务业“十二五”发展规划》、《全国循环经济发展“十二五”规划》、《重点区域大气污染联防联控“十二五规划”》未发布、《全国土壤环境保护“十二五”规划》、《可再生能源发展“十二五”规划》等，这将进一步刺激具备相关概念板块的走强。

建议投资者关注化工领域的优质环保概念股万邦达（300055，增持）、三维丝（300056，增持）、碧水源（300070，增持）、三聚环保（300072，增持）、三维工程（002469，增持）和天瑞仪器（300165，增持）。

3.2.2 新一代信息技术：关注产业加速转移带来的电子化学品进口替代机会

第二大战略新兴产业为新一代信息技术，国家对其要求是要加快建设下一代信息网络，突破超高速光纤与无线通信、先进半导体和新型显示等新一代信息技术，增强国际竞争力。

该领域涉及到的化学品包括显影、蚀刻、清洗、电镀等专用化学品以及液晶面板用膜材料、液晶材料等。电子化学品具有品种多、质量要求高、用量小、对环境洁净度要求苛刻、产品更新换代快、资金投入量大、产品附加值较高等特点。目前我国仅有少数上市公司拥有相关技术。

随着全球经济增速的放缓，发达国家电子产品前段制造环节的产能将加速向我国转移，国内电子化学品企业低成本及快速响应能力的服务优势将凸现出来。目前，我国的电子化学品的国产配套率相对较低，部分产品的配套率仅有 5% 左右，市场规模为 120 亿左右，根据电子材料十二五规划初稿目标，

预计“十二五”期间国产电子材料的配套率将达到 40%-50%的水平，迎来较大的飞跃。以液晶面板相关化学品为例，2012 年是我国液晶面板产能释放的高峰期（见表 1），同时，欧洲杯和奥运会的举办将大大提升平板电视的销量，这将拉动上游相关化学品及材料需求的快速增长。

建议关注电子化学品龙头企业上海新阳（300236，增持）、裕兴股份（300305，增持）、西陇化工（002584，增持）、康得新（300305，增持）和烟台万润（002643，增持）。

表 1: 2011 年我国液晶面板产能

投产时间	投资企业	世代	月产能	用途
2011年	京东方	8.5 代	9 万片	大尺寸 LCD TV
2011年	龙飞光电	8.5 代	9 万片	大尺寸 LCD TV
2011年	华星光电	8.5 代	10 万片	大尺寸 LCD TV
2011年	南京熊猫	6 代	8 万片	大尺寸 LCD TV
延期	广州LGD	8 代	12 万片	大尺寸 LCD TV
延期	苏州三星	7.5 代	10 万片	大尺寸 LCD TV
2013年	广新光电	8.5 代	6 万片	大尺寸 LCD TV

资料来源：中原证券、公开资料

3.2.3 生物产业：关注生物农业、生物质能发展带来的投资机会

预计生物产业产值到 2015 年将达 3.6 万亿，较 2011 年产值 1.5 万亿增长一倍以上。而根据此前科技部发布的《“十二五”生物技 术发展规划》，生物医药、生物医学工程、生物农业、生物质能源、生物制造、生物环保和生物服务等领域将是生物产业的发展重点。其中，化工相关的微生物肥、手性中间体、生物酶领域也将迎来一定的发展机遇，可重点关注相关公司安琪酵母（600298，增持）。同时，建议关注具备研发优势的农药中间体和医药中间体企业雅本化学（300261，增持）。

图 30: 全球生物产业结构

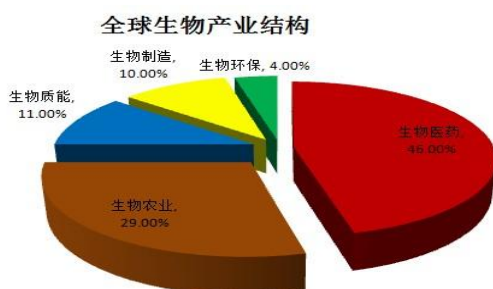
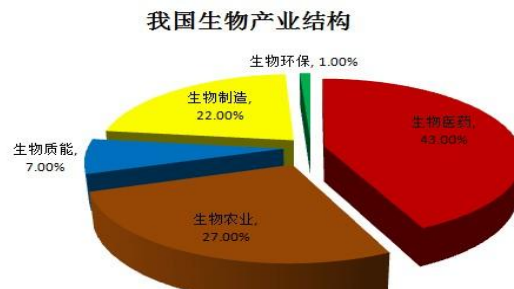


图 31: 我国生物产业结构



资料来源：国家统计局

4.2 子行业估值分析

钾肥和玻纤的市盈率水平仍低于历史平均值(见图 34), 后期应存在一定的估值修复机会。民爆的盈利能力与估值基本同步, 后期随着业绩增长加速, 估值水平有望上升。

4.3 重点公司盈利预测、估值及投资建议

表 2: 重点公司估值分析表

单位:元、倍

公司名称	每股收益			每股净资产	收盘价 (元)	市盈率			市净率 1Q2012	投资 评级
	2011	2012E	2013E			2011A	2012E	2013E		
裕兴股份	1.39	1.75	2.19	13.84	33.4	23.99	19.09	15.25	2.41	增持
雅本化学	0.31	0.43	0.58	4.21	13.84	45.26	32.19	23.86	3.29	增持
三维工程	0.41	0.79	1.17	4.44	17.37	42.68	21.99	14.85	3.92	增持
碧水源	0.63	1.03	1.48	5.97	29.51	47.09	28.65	19.94	4.95	增持
万邦达	0.33	0.51	0.72	7.32	24.26	73.45	47.57	33.69	3.31	增持
天瑞仪器	0.71	0.98	1.26	11.88	18.86	26.61	19.24	14.97	1.59	增持
雅化集团	0.59	0.75	0.92	5.8	13.64	22.97	18.19	14.83	2.35	增持
久联发展	1.16	1.35	1.67	4.85	21.9	18.9	16.22	13.11	4.52	增持
中国玻纤	0.33	0.58	0.83	4	10.51	31.38	18.12	12.66	2.63	增持

资料来源: 中原证券、wind, 注: 股价为 2012 年 6 月 7 日收盘价

5、风险因素

- 经济增长放缓下, 原油价格暴涨暴跌
- 欧债危机深化

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。

免责条款

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。