太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

行业研究

化工行业 2011 年 9 月 26 日

关注磷化工与新材料行业的投资机会——2011 年 4 季度策略报告

行业评级 中性

研究员：姚鑫

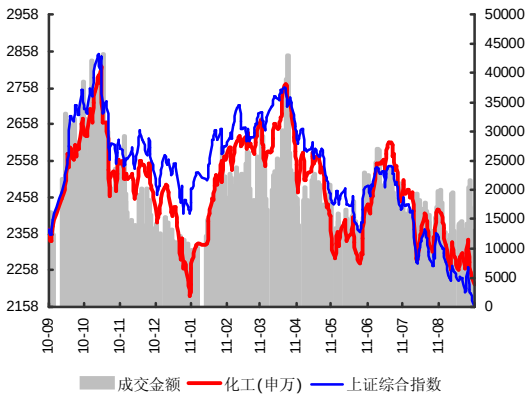
执业证书编号：S1190210080004

Email：yaox@tpyzq.com.cn

主要细分行业评级

化肥	看好（上调）
农药	中性（维持）
民爆	看好（维持）
轮胎	中性（维持）
精细与专用化学品	看好（维持）
无机品	中性（维持）
纯碱	中性（维持）
氯碱	中性（维持）

市场与公司重要数据



相关报告

《化工行业 2011 年下半年策略：审时度势，弱势下寻找低估值的投资标的》 2011.6

《化工行业 2011 年年度策略：捕捉行业政策暖风+结构调整中的投资机会》 2010.12

《化工行业 10 年四季度策略：把握影响子行业的重要事件》 2010.9

《化工行业 10 年下半年度策略：无边指数萧萧下，高速成长正当时》 2010.6.18

《化工 10 年二季度策略：拨开迷雾，探寻机会》

投资要点

- 三季度以来化工板块指数（申万分类）由 2460.22 点下滑至 2219.22 点，下滑 9.80%。化工子板块指数除磷化工外全线下滑。
- **A 股市场低迷，化工综指难走独立行情。**A 股指数屡跌不止，估值已达历史性底部，外围股市乌云压顶，场内资金持续紧张，场外资金维持观望，政策救市望穿秋水。历史经验表明，在这样的氛围下，以高耗能重工业为主的化工板块很难走出独立的行情。但近期新材料“十二五”发展规划等一些政策将要出台，相应对化工一些细分的小行业有政策刺激作用。
- **磷化工：上、中游产品涨价，行业有望持续景气。**我国磷矿石主产地集中于云、贵、鄂、川四省，其中，湖北良好的交通条件使其成为无磷省份化工企业采购的主要市场。也是我国磷矿石产量最大的省份。湖北整合和关闭 15 万吨以下磷矿的法规出台，对省内小矿的生产起到了立竿见影的抑制作用，引起磷矿石价格的快速上涨。云、贵两省黄磷产量占全国总产量 60%，目前两地电力紧缺，黄磷开工率下降供应出现紧缺，同时在原材料磷矿石涨价的推动下，预计四季度黄磷价格有望出现 20%的涨幅，这将迫使磷化工产业链终端的价格出现全线上涨。拥有磷矿石资源或磷电一体化公司将在涨价中受益。
- **特种化工：估值回落，质地优良公司的投资机会显现。**特种化工板块的上市公司业务多数属于国家鼓励发展的行业，公司成长性较好，因此长期享受着较高的估值。经历 1-9 月份股价 20%-30%的回调后，大部分公司的估值水平出现下降，风险得以释放，业务增长稳定并且管理良好的公司的投资机会显现。，
- **纯碱行业拐点渐行渐近，氯碱行业亏损加剧。**纯碱生产能力保持旺盛，行业开工率维持 85%以上，相应下游玻璃行业需求增速却略显疲软，加速行业库存增长，未来纯碱价格有下滑风险。氯碱弱势局面仍没有出现明显改善。
- 推荐公司：雅本化学、泰和新材、康得新、海利得。
- **风险提示：**原油剧烈波动风险；A 股系统性风险；行业政策风险。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

目 录

一、 化工板块三季度行情回顾 3

（一）化工子板块指数多数下滑，磷化工一枝独秀 3
（二）化工原料、化学纤维和化工新材料子板块市盈率下滑最快 4
（三）化工子板块普跌主要受 A 股市场不振影响 5
（四）A 股底部尚未探明，化工综指难走独立行情，期待子行业零星开花 5

二、 磷化工：上、中游产品涨价，行业景气有望持续 6

（一）三季度磷化工指数上涨的主要因素 6
（二）磷矿石市场相对封闭，价格长期低估 7
（三）行业准入门槛提高促发磷矿石涨价 9
（四）磷矿石涨价在源头上推高磷化工产业链成本 10
（五）“磷矿石涨价+电荒”导致黄磷开工率下降，供应紧张 11
（六）产量下滑放大黄磷价格季节性涨幅，四季度上涨已成定局 12
（七）资源为王，拥有磷矿石资源或磷电一体化公司在涨价中受益 13

三、 特种化工：估值回落，选取成长性较好的优良公司 14

（一）特种板块公司业务多属国家鼓励发展类 14
（二）估值回落后，质地优良公司的投资机会显现 15

四、 纯碱：担忧库存快速增长，行业拐点渐行渐近 16

（一）纯碱行业走势符合我们中报预期 16
（二）行业开工率持续攀高，库存或已快速上升 16
（三）纯碱价格有下行风险 18

五、 氯碱：行业普遍亏损，弱势局面不改 19

（一）电石整合带来价格上涨，PVC 行业亏损更加严重 19
（二）成本为王，低于行业平均成本的公司才能在弱势局面中存活和成长 20

六、 公司推荐 20

雅本化学（300261） 20
泰和新材（002254） 21
康得新（002450） 22
海利得（002206） 23

七、 风险提示 24

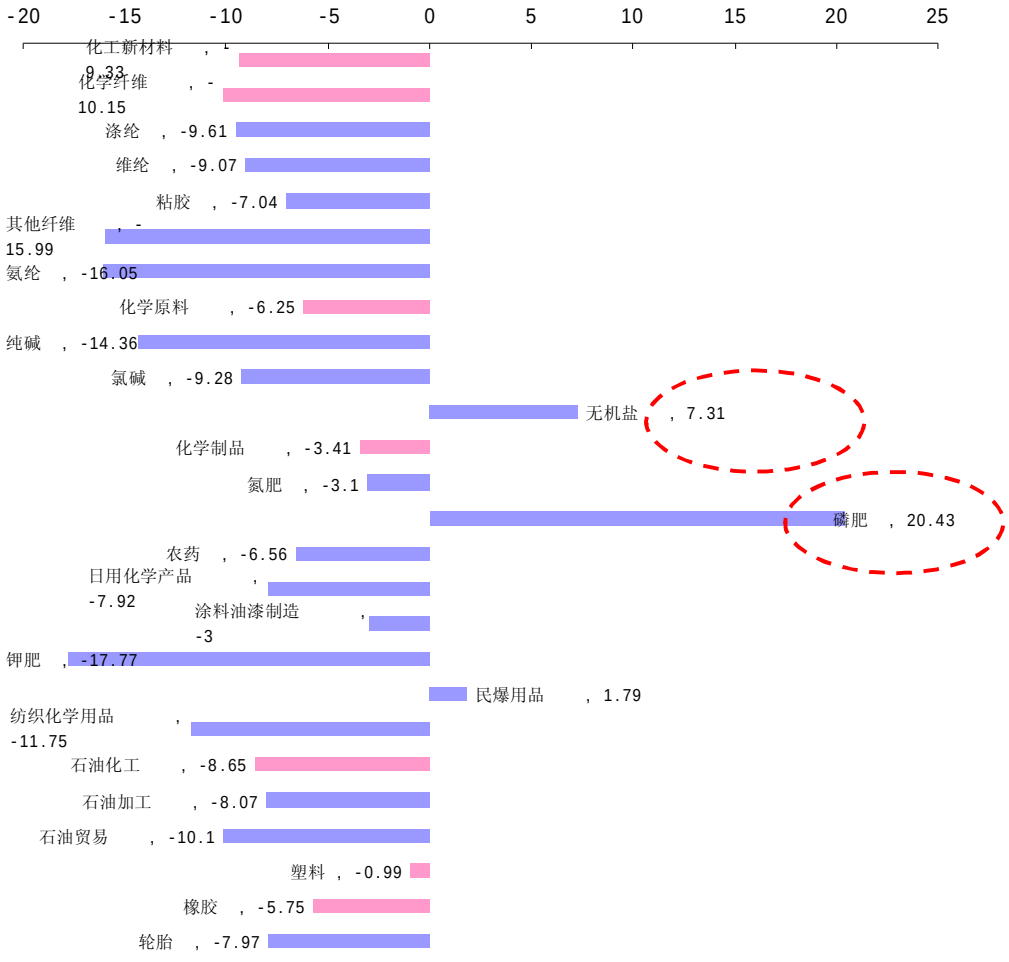
重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

一、 化工板块三季度行情回顾

（一）化工子板块指数多数下滑，磷化工一枝独秀

三季度以来上证指数由 2759.36 点一路下滑至目前（截止 9 月 26 日，下同）的 2393.18 点，下跌 13.27%。化工板块指数由 2460.22 点下滑至 2219.22 点，下滑 9.80%。化工子板块指数全线下滑。其中，化工新材料指数下滑 9.33%，化学纤维下滑 10.15%，化学原料下滑 6.25%，化学制品下滑 3.41%，石油化工下滑 8.65%，塑料下滑 0.99%，橡胶下滑 5.75%。

图 1：三季度化工子板块多数呈现跌势（%）



资料来源：太平洋证券，wind　注：阅图请自上而下，红色柱表示申万二级子行业，蓝色柱表示其上方二级行业的子行业

如图 1 显示，在化工的三级子行业中，磷肥子板块指数上涨 20.43%，无机盐板块指数上涨 7.31%。从磷肥和无机盐板块的涵盖公司主营业务可以发现，这两个板块可以用磷化工板块

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

统一概括，我们将其合并后按总市值为权重计算得出，三季度磷化工板块涨幅为 18.27%，与其他子板块的下跌的走势截然不同，呈现单边上扬的局面；从跌幅来看，三级子行业中钾肥板块跌幅最大，达到 17.17%；其次是氨纶板块，跌幅达到 16.05%。

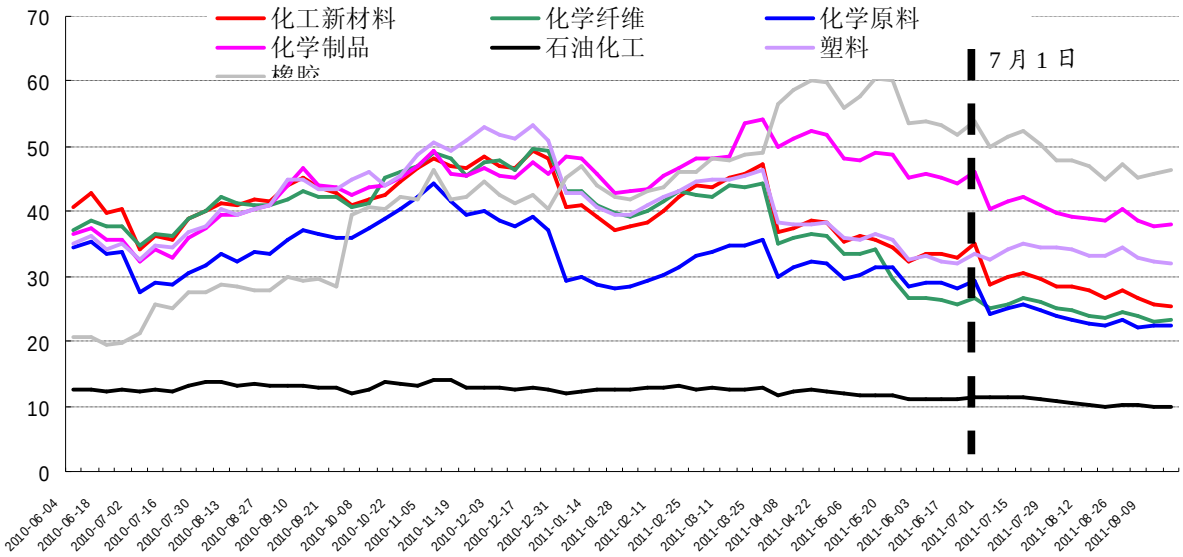
（二）化工原料、化学纤维和化工新材料子板块市盈率下滑最快

伴随着指数的下滑，7 月份以来化工板块整体估值水平也在直线下降，7 个子板块市盈率（TTM，剔除负值，剔除大于 200 的数值）也全部呈现下行的趋势。

表 2 显示，三季度市盈率均值环比下滑幅度最大的是化学原料，下滑 21.89%；其次是化学纤维和化工新材料，市盈率分别环比下滑 21.14%和 20.87%，这三个子板块目前的市盈率已经达到了 10 年以来的最低水平。

下降幅度最小的是塑料板块，三季度下滑 5 个百分点，目前市盈率水平为 33 倍。

图 2：化工子板块市盈率普遍出现快速下滑



资料来源：太平洋证券，wind

表 1：2011 年 1-3 季度化工子板块市盈率水平及变化情况

	一季度	二季度	三季度	三季度市盈率环比变化
化工新材料	41.8	35.36	27.98	-20.87%
化学纤维	42.04	31.27	24.66	-21.14%

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

化学原料	31.5	30.19	23.58	-21.89%
化学制品	47.33	48.15	39.65	-17.65%
石油化工	12.69	11.58	10.49	-9.41%
塑料	42.89	35.37	33.59	-5.03%
橡胶	45.63	56.61	48.04	-15.14%

资料来源：太平洋证券，wind

（三）化工子板块普跌主要受 A 股市场不振影响

本次化工板块的下跌，既有化学原料、化学制品为代表的传统化工板块的下跌，也有去年表现抢眼的化纤板块的下跌，连一向以高成长、高估值为特征的新材料板块本次也不能幸免，并且跌幅还居于前列。

化工板块是 A 股市场中多样性较大的一个板块，由于板块中既有周期股也有非周期股，既有能源属性股也有消费属性股，同质性较差，子行业指数很难呈现相同的走势，而三季度除磷化工外，所有子板块均出现了大面积回调，我们认为除了个别行业的基本面因素外，更多是受整体 A 股市场的萎靡不振的氛围影响。

（四）A 股底部尚未探明，化工综指难走独立行情，期待子行业零星开花

宏观方面，美国经济的情况不容乐观，目前有毒资产规模已经比次贷危机爆发时要大得多，而美国政府应付危机的手段却不如危机爆发时。在次贷危机刚爆发时，美国的国债总额还只有 8.9 万亿美元，负债率为 65%，还在安全线以内，但目前已经超过 14 万亿美元，负债率也接近 100%，从财政工具看，美国可以使用的空间越来越小，从货币政策看，利润已经降到“零”，已经没有下降空间，唯一能实施的就是 QE3，但是 QE3 只能解决流动性的问题，而美国目前面临的不是流动性不足产生的问题，而是一场新的清偿危机[1]。

在外围经济不明朗的情况下，中国很难独善其身。美国经济产生危机或可通过贸易合作影响到我国经济，这在 2008 年已经得到验证。中国当前宏观经济数据的好转信号仍需等待，高通胀常态化后货币政策难以放松，在基础货币增速和货币乘数双双下滑的情况下，市场资金将更加紧张。

A 股市场，指数屡跌不止，估值也到达历史性的底部，外围股市乌云重重，市场内资金紧张，

[1] 王建：《警惕新一轮美国次贷危机》，中国证券报，2011.8.22 A17 版

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

场外资金维持观望，政策救市望穿秋水，而打破这种人气低迷的局面，最终还需要一个契机。所谓熊市不言底，历史经验表明，在这样一个氛围下，以高耗能重工业为主的化工板块很难走出独立的行情。不过，近期新材料“十二五”发展规划、有机硅产业规划等一些政策将要出台，相应对化工一些细分的小行业有政策刺激作用，可以期待子行业的良好表现。

二、 磷化工：上、中游产品涨价，行业景气有望持续

（一）三季度磷化工指数上涨的主要因素

三季度在大盘整体下调近14%的背景下，磷化工指数却逆势上涨了18%。我们认为有以下主要因素：

第一，政策春风频吹。2011年以来，磷化工行业先后出台相关政策，分别对磷矿石的开采生产、磷肥的工艺要求及生产规模、磷铵生产排放物的综合利用等方面做了详细的规定。尤其是8月份刚出台的《化工矿业“十二五”发展规划》中，再一次强调了磷矿石的重要战略地位。《规划》要求，未来五年建立磷矿产地资源储备机制，**提高磷矿开采准入门槛，提高行业集中度**。目前，我国磷资源大省主要有云南、湖北、贵州，经过近五年的整合，云天化集团已控制云南70%的磷矿，湖北磷资源主要被兴发集团、宜化集团、洋丰等拥有，贵州主要集中在开磷、宏福手中。《规划》的出台，促使小而散的磷矿资源进一步向这些巨头集中，而二级市场上对这些集团中拥有的上市公司则多了一份期待（云天化集团下上市公司为云天化，宜化集团下上市公司湖北宜化，兴发集团）。

表 2：2011年以来国家出台的磷化工行业相关政策

时间	政策名称	政策要点	主要影响
2011.8	《化工矿业“十二五”发展规划》	1、“2015年磷矿产量达到7500万吨，未来磷矿基本满足国内需求。” 2、“在国家政策鼓励下磷矿入选矿石品位再下降3～5个百分点,选矿产品占比提高10%，高浓度磷复肥使用选矿产品的比例提高到30～40%，共伴生矿产综合利用率提高10个百分点。” 3、“在矿产资源相对集中、资源禀赋和开发程度较高的地区继续重点规划和支持建设化工矿山项目”	规划指出要制定磷矿产业准入标准，适当提高新建矿山最低开采规模和准入门槛。同时上市公司云天化、湖北宜化所属集团都是规划中提到的支持发展磷矿项目的企业。

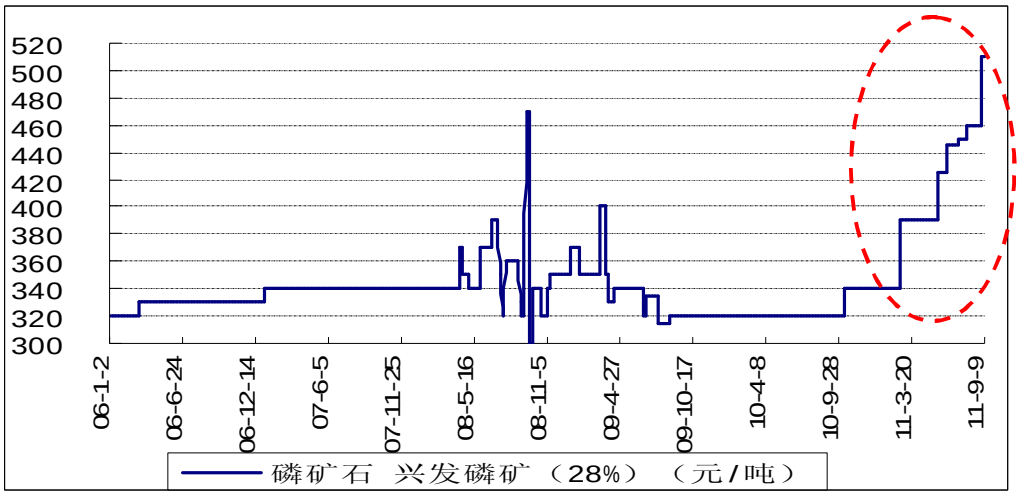
重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

2011.5	《产业结构调整指导目录（2011年本）》	1、鼓励类项目：中低品位磷矿采选与利用，磷石膏综合利用技术开发与应用，10万吨/年及以上湿法磷酸净化生产装置。 2、限制类项目：磷铵生产装置。	重点是对磷肥规模的限制，加速磷肥行业产业集中。
2011.3	《磷铵生产准入条件（征求意见稿）》	三年内，原则上不再新建或改扩建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置	遏制磷肥低端重复化建设。

资料来源：太平洋证券

第二，磷矿石价格上涨。2011 年以来，磷矿石价格始终处于上升的通道之中，第一季度均价（湖北市场，下同）为 361.11 元/吨，第二季度均价达到 408.19 元/吨，环比上涨 13.04%；第三季度均价为 481.41 元/吨，环比上涨 17.94%。目前价格较年初相比，磷矿石价格已经涨了 50%。磷矿石的涨价加强了市场对磷化工企业盈利能力转好的预期。

图 3：2011 年我国磷矿石价格处于快速上升通道



资料来源：太平洋证券

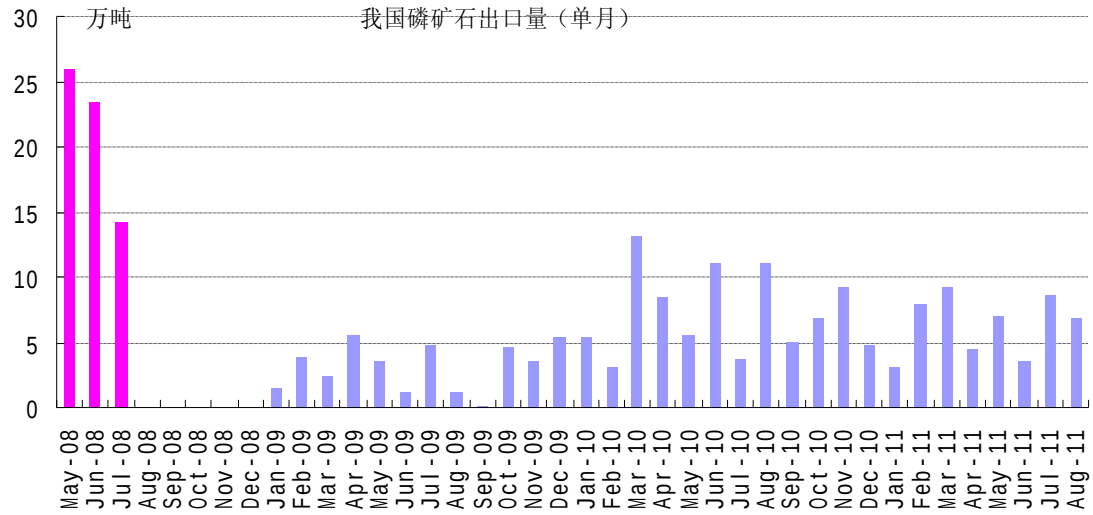
第三，磷化工板块流通盘仅 18 亿股，仅占化工板块（除石油化工）流通盘的 2.77%，股票多属小盘股，指数的上涨需要资金量较小，在目前整体资金面紧张的背景下，小盘股更容易走出反弹的行情，同时也容易成为游资炒作的目标。

（二）磷矿石市场相对封闭，价格长期低估

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

我国的磷矿石主要以出口为主，基本上没有进口。虽然国内磷矿石资源总量在国际上占优，但 30％以上的高品位矿逐渐枯竭，中低品位的资源量储量也日益稀缺。2008 年 5 月 20 日，国家开始对磷矿石加征 100%出口关税政策，受此影响，我国磷矿石出口量持续下降，自 09 年以来每月磷矿石出口量都基本保持在个位吨数。关税的出台，使得国内磷矿供需基本上处于封闭市场，国内磷矿价格和国际差价非常巨大，国内磷矿石价格在 300～500 元人民币/吨，仅有国际价格的十分之一左右。

图 4：我国磷矿石单月出口量自 08 年 5 月后迅速下滑

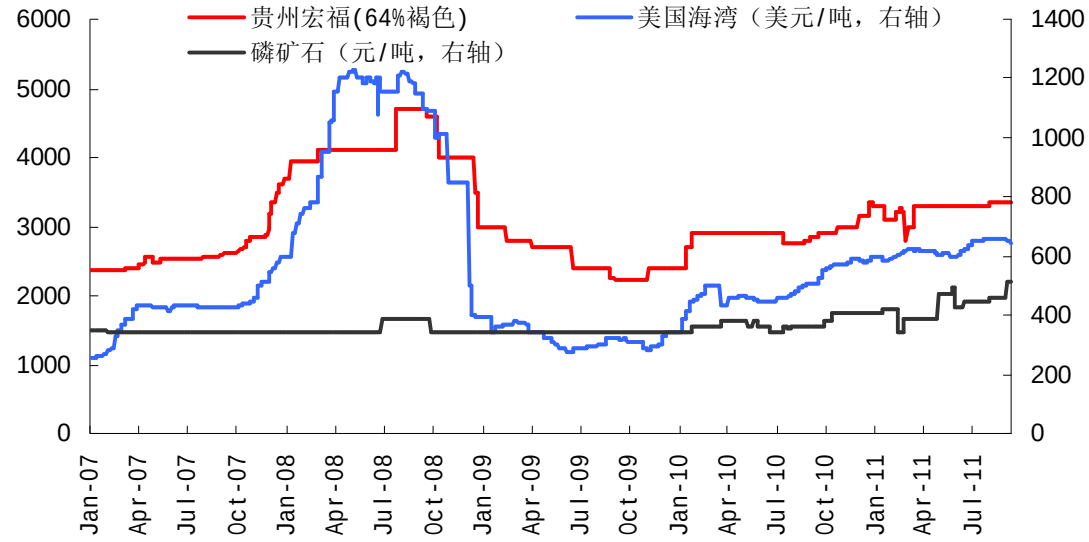


资料来源：太平洋证券

封闭的市场下，我国磷矿石产量的 70%主要应用于磷肥的生产，因此磷肥生产的正常与否直接影响到磷矿石的需求。同时，我国磷矿石产能充沛，供应分散，议价能力不强，导致价格在很长一段时间始终处于较低的局面，并没有随着磷肥价格的上涨而受益。

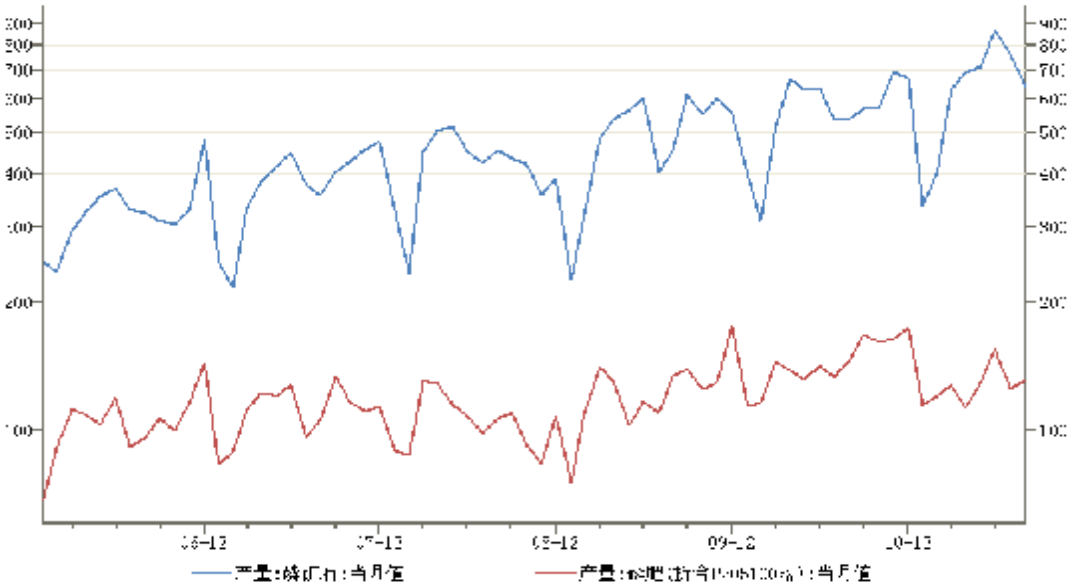
图 5：我国磷矿石的价格和磷肥价格的相关性不大

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



资料来源：太平洋证券

图 6：我国磷矿石产量和磷肥产量高度正相关



资料来源：太平洋证券

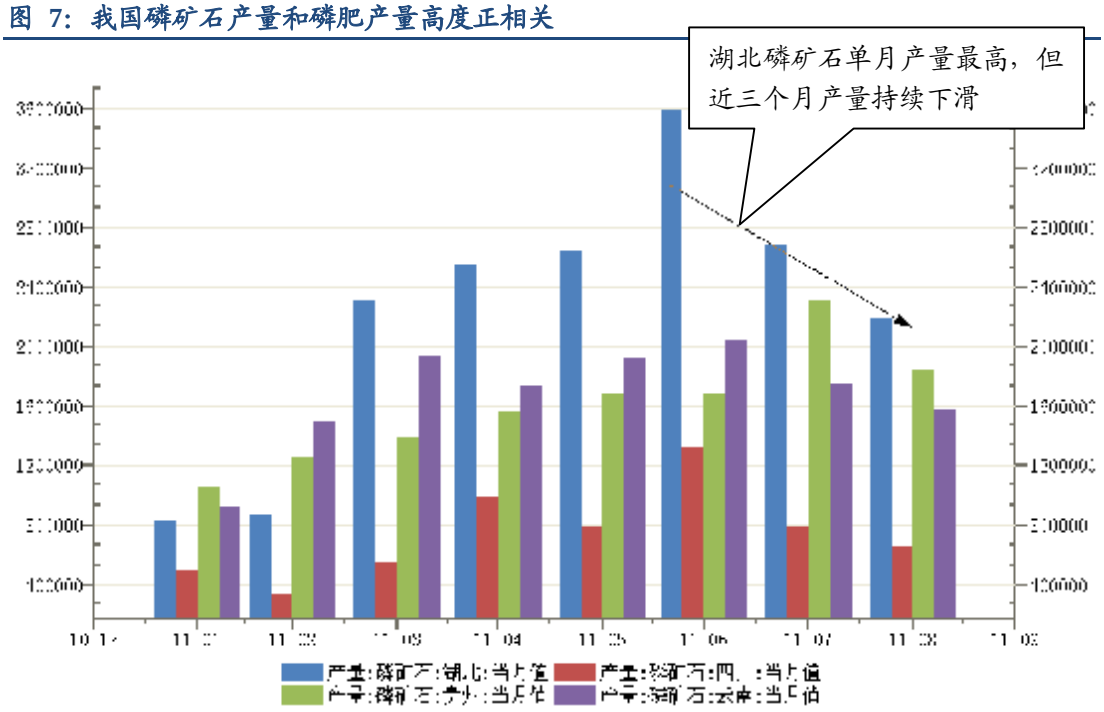
（三）行业准入门槛提高促发磷矿石涨价

我国磷矿石生产大省集中在云南、贵州、湖北和四川。其中云南、贵州磷矿丰富，含杂质少，但是运输能力较差。湖北地区磷矿品位低一些，但运输条件比云南和贵州要好的多，因此湖北成为了无磷省份的化工企业采购的主要市场。湖北也是这四个省份中磷矿石产量最大的地

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

区。

图 7：我国磷矿石产量和磷肥产量高度正相关



资料来源：太平洋证券

7 月份湖北省政府开始停止审批规划区内所有矿种探矿权、采矿权，同时将逐步重组和关闭 15 万吨以下磷矿。这项政策的出台，对省内小矿的生产起到了立竿见影的抑制作用。湖北省磷矿短期供应的减少，打破了已有的供求平衡，而云南地区磷矿石受出省限制（需要配额），矿石难以外运销售，因此部分原来采购湖北磷矿石的企业开始对贵州增加原料的采购，再加上增加的运输费用，使得磷矿石市场价格短期出现了快速上涨。

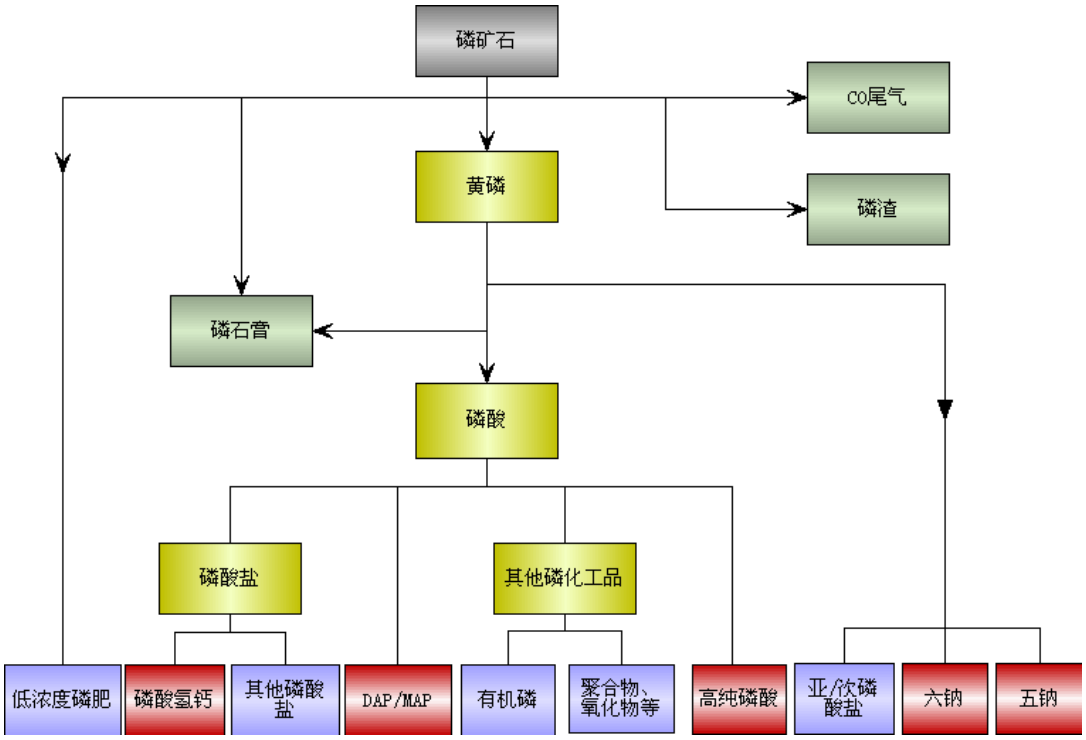
（四）磷矿石涨价在源头上推高磷化工产业链成本

四季度，湖北地区政策性因素不会改变，将继续保持供应紧张的态势。贵州当地民族运动会刚结束，磷矿企业陆续恢复开采，但国庆节临近，预计贵州将继续停采至十月中旬，磷矿石供应比较紧张，同时，四季度是下游磷肥的生产旺季，对磷矿石需求旺盛，因此短期内磷矿石价格没有下调的可能。

磷化工产业链，一般从上游磷矿石到中游黄磷、磷酸再到下游的磷酸盐、有机磷等精细产品，因此磷矿石价格的上涨，将从源头上提升了磷化工产业链的原料成本。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

图 8：磷化工产业链



资料来源：太平洋证券

（五）“磷矿石涨价+电荒”导致黄磷开工率下降，供应紧张

对于磷化工产业链的中端产品——黄磷，生产情况更不容乐观。我国四大黄磷产地中，云南和贵州两省黄磷产量约占全国总产量的 60%以上。目前贵州和云南遭遇了严重干旱，电力供应紧张，省内对黄磷这种高耗能的产业都采取了有序用电，严重抑制了黄磷的生产，黄磷的开工率 8 月份已经跌至 40%左右。

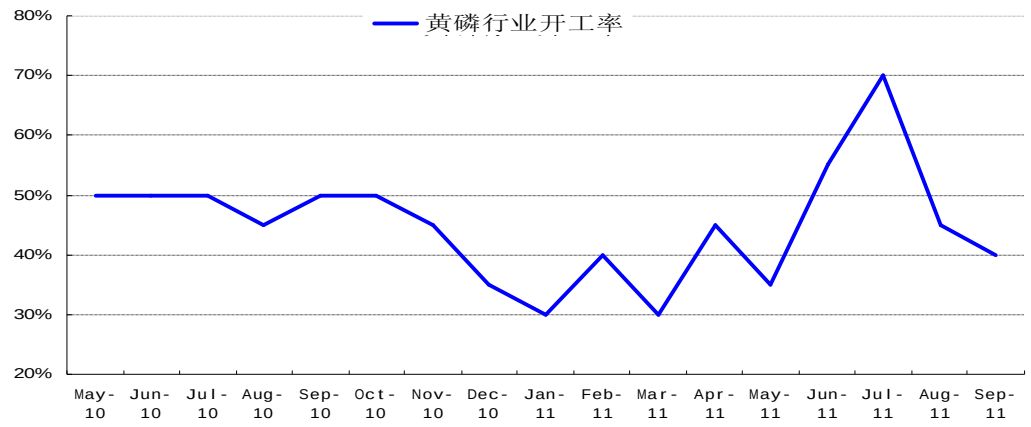
表 3：全国各省市电力缺口和电力输送情况

省份	目前电力供应情况
贵州	截止 9 月 22 日，贵州 88 个县市区中 78 个出现中度以上旱情，其中，特旱 21 个，重旱 35 个。5 月以来，贵州遭遇历史罕见旱灾，导致水电大面积丧失发电能力，贵州电力管理部门已对黄磷、钛合金、工业硅、电石、电解锰五个高耗能行业开展有序用电。贵州电力供应严峻形势要至少持续到明年汛期。
云南	四季度枯水期，主要靠火电，但云南省电煤供应和存煤形势不容乐观，全部矿井预计要到年底才能完全复产，火电机组将面临大面积缺煤停机风险。

资料来源：太平洋证券

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

图 9：2011 年 8 月-9 月黄磷开工率快速下降

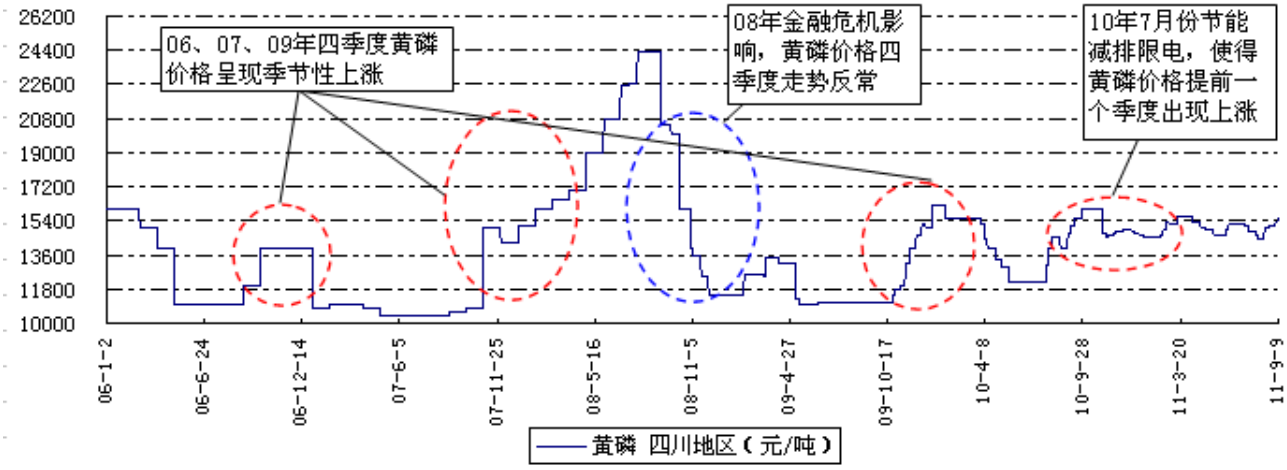


资料来源：太平洋证券

（六）产量下滑放大黄磷价格季节性涨幅，四季度上涨已成定局

黄磷的价格具有明显的季节性，四季度多出现上涨，主要是受丰、枯水期波动所致。

图 10：2011 年 8 月-9 月黄磷开工率快速下降



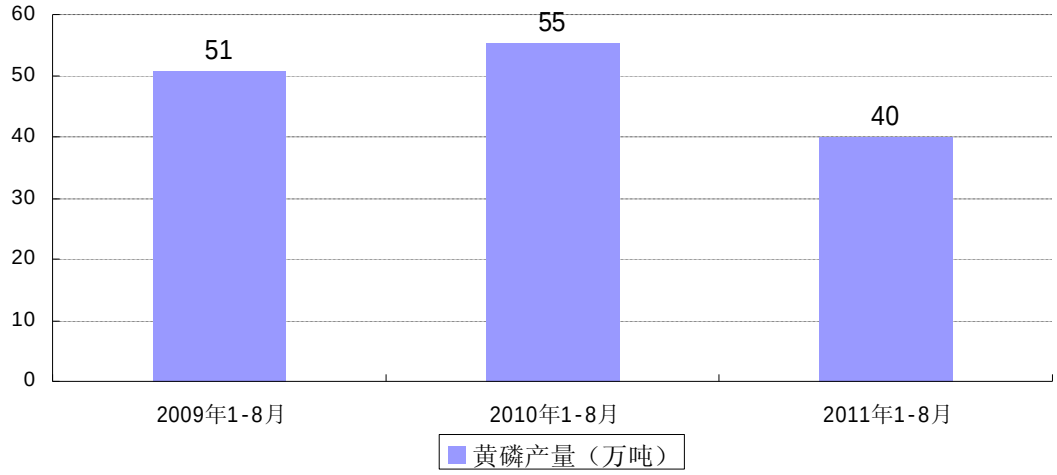
资料来源：太平洋证券

2011 年 1-8 月黄磷产量累计仅有 40 万吨，同比下滑 27.6%，创 09 年以来的新低。目前的黄磷行业可谓多重压力：第一，原料磷矿石价格上涨 50%以上；第二，电力供应紧缺导致黄磷开工率不足 40%；第三，与历年库存量相比，四大主要产区均无库存，货源供应紧张。因此，四季度来看，干旱仍继续，电煤仍紧张，黄磷供应不会呈现太大转机，黄磷价格的季节性将

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

会被放大，市场价格继续强劲上涨。

图 11：2011 年 1-8 月黄磷累计产量为近三年同期最低



资料来源：太平洋证券

（七）资源为王，拥有磷矿石资源或磷电一体化公司在涨价中受益

对于磷化工板块，磷矿石-黄磷价格上涨，直接受益的为拥有磷矿石资源或磷电一体化的公司。

二级市场磷化工上市公司主要为 6 家，我们将其与磷化工相关业务列于下表：

表 4：全国各省市电力缺口和电力输送情况

	磷矿产能	备注
600096云天化	集团取得采矿证的磷矿资源为 5 亿吨，拥有年开采量 1000 万吨磷矿，500 万吨磷肥的产能。	集团如果注入公司磷矿和磷肥资产将贡献净利润 10 亿元以上。
600141兴发集团	具有磷矿石资源量 1.62 亿吨，年产能 235 万吨。大股东宜昌兴发集团协议受让湖北宜昌磷化集团全部股权，磷化核心资产为磷矿资源储量 6026.02 万吨，设计磷矿石年产 205 万吨。 公司拥有 19 座水电站，年发电量可达 5 亿吨，电力自给率 50%。	大股东新收购磷矿资源磷矿石产能达到现有产能的 87%。 磷矿石每上涨 100 元/吨，增厚公司 EPS 约 0.3 元。
600078澄星股份	目前拥有热法磷酸加工能力 72 万吨，黄磷产量 15 万吨，各种磷酸盐产能 22 万吨左右。	磷酸价格上涨 1000 元/吨，增厚公司 EPS0.2 元。
000422湖北宜化	探矿权磷矿储量 2.73 亿吨，2011 年 3 月底一期 30 万吨开工。 磷酸二铵年产 70 万吨。	公司逐步完善磷肥一体化。
002386天原集团	磷矿年产能 90 万吨。	主要资产为氯碱，磷矿石产量对公司业绩影响较小。
600470六国化工	年产 112 万吨磷肥	公司磷矿石主要外购，成本优势在于硫酸物流成本较低。磷矿石涨价对公司影响偏负面。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

资料来源：太平洋证券

除六国化工外，其余企业均在富产磷矿石的省份。六国化工在获得宿松山磷矿和宜昌磷矿资源后，由于靠近市场，在磷肥的市场营销方面具有一定的优势。但是其磷矿石全部外购，磷矿石涨价对其影响偏负面；兴发集团磷矿石生产规模居国内第一，直接受益于磷矿涨价。在成本控制、产品多元化和新品开发方面也有优势；澄星化工主要黄磷产地宣威市人民政府已与宣威市产煤乡镇签订电煤供应目标责任书，保障磷电满负荷生产，其宣威电力机组采用循环硫化床锅炉，对煤矿要求不高，电力综合成本是云南枯水期的 2/3，直接受益于黄磷涨价；湖北宜化着重煤化工、磷化工的产业链完善，产品涉及尿素、磷肥、氯碱、甲醇等产品，在煤矿资源丰富的青海、内蒙、新疆地区重点发展煤化工，在磷矿资源丰富的湖北重点发展磷肥业务，湖北宜化已经成为具有较强规模优势的综合化肥和大宗化学品生产商。云天化磷矿资源都在其大股东手中，资产注入是公司成长的关键。

综合磷化工行业相关政策，以及四季度磷矿石和黄磷涨价的预期，我们认为受益的依次是兴发集团、澄星股份、云天化和湖北宜化。

三、 特种化工：估值回落，选取成长性较好的优良公司

（一）特种板块公司业务多属国家鼓励发展类

“十二五”规划发展思路中鼓励发展的行业基本是高端化工新材料行业、高性能高附加值精细化学品制造行业；高效、安全、环境相容性较好的农药制造行业；生物化工行业；节能与环保行业；新型催化材料行业。我们认为，“十二五“规划主要是明确化工行业的长期发展方向，对于稳健型投资者而言，可长期持有特种板块中的优质公司。

表 5：特种化工上市公司市盈率以及未来三年盈利预测

证券名称	市盈率（TTM）	预测11年EPS	预测12年EPS	预测13年EPS	PEG
002326永太科技	48.7	0.54	1.09	1.64	0.66
002408齐翔腾达	18.8	1.6	1.87	1.92	1.97
002409雅克科技	37.2	0.79	1.07	1.39	1.14
002440闰土股份	17.2	1.24	1.52	1.85	0.78

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

002453天马精化	30.3	0.93	1.41	1.85	0.74
002476宝莫股份	33.5	0.5	0.79	0.9	0.98
300019硅宝科技	31.4	0.51	0.66	0.83	1.14
300037新宙邦	33.7	1.17	1.61	2.33	0.82
300041回天胶业	27.3	0.97	1.22	1.44	1.25
300054鼎龙股份	52.5	0.65	0.88	-	-
300067安诺其	45.5	0.2	0.27	0.32	1.72
300072三聚环保	32.7	0.49	0.78	1.08	0.68
300082奥克股份	22.4	0.99	1.2	1.39	1.21
300107建新股份	46.9	0.34	0.49	0.7	1.08
600309烟台万华	9.8	0.85	0.93	1.14	0.69
600352浙江龙盛	28.6	0.48	0.55	0.72	0.62
002548西陇化工	24.1	0.92	1.51	1.95	1.27
601218东材科技	26.9	0.89	1.16	1.65	0.74

资料来源：太平洋证券

（二）估值回落后，质地优良公司的投资机会显现

特种化工板块的上市公司多属于中小板或创业板。2011 年 1-6 月，中小板指数回调 12.36%，创业板指数回调 21.10%%，特种化工板块也不例外，板块中的上市公司普遍下跌了 20%-30%。虽然特种化工的很多股票属于新兴产业，其市场空间受中国经济转型和行业发展规划的支持，但在 2011 年经济减速的预期下，目前其绝对估值以及相对大盘股的溢价水平难以维持，回调中风险得以释放。7-9 月，二级市场依然没有走好，特种化工板块指数继续下调 2.2%，不过下跌幅度已经大幅减弱。我们认为，风险的逐步释放有利于我们以较低的成本获得增长速度较好的投资标的。结合特种化工上市公司各自的市场空间，我们认为烟台万华长达十年的稳健的经营作风，以为未来三年持续新增产能的投放，公司将在 2011 年-2013 年继续保持 25%的复合增长率，2011 年估值只有 17 倍，低于同板块其他公司，我们维持“买入”的投资评级；永太科技、天马精化、新宙邦、东材科技目前估值较年初很大回落，PEG 值在 1 以下，

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

给予“增持”的投资评级。

四、 纯碱：担忧库存快速增长，行业拐点渐行渐近

（一）纯碱行业走势符合我们中报预期

我们在 2011 年下半年策略报告中重点分析了纯碱行业上半年涨势的原因和行业运行趋势的判断：即“电荒或许减少了纯碱的产量，但这个幅度应该很小，并不是导致今年上半年纯碱价格上涨的最主要因素，纯碱呈现出的“量价齐升”的局面，我们认为，主要因为玻璃产量增长带来的拉动作用。”

“年中为玻璃行业景气高点，下半年处于下行趋势，因此随着纯碱供给的增加，将会加速纯碱行业拐点的来临。我们认为，年中纯碱盈利处于高点，纯碱类上市公司今年业绩多会大幅上涨，但并不具有持续性，一旦下半年纯碱价格回落，警惕板块下调风险。”

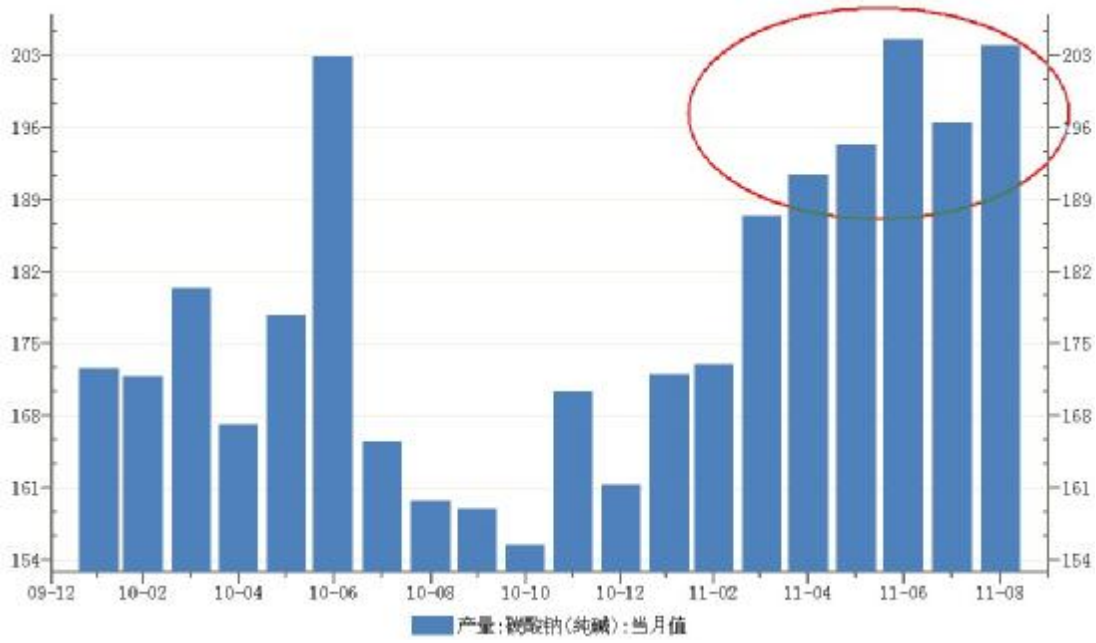
三个月后，我们回顾发现，纯碱价格在 6 月份经历了 2075 元/吨的最高点之后，7 月份开始出现了小幅的下滑，与此同时，二级市场上纯碱板块指数在 7-9 月回调了 13.07%，是化工所有子板块中回调幅度最大的。纯碱市场的走势符合我们当时的判断。

（二）行业开工率持续攀高，库存或已快速上升

2011 年第三季度，纯碱行业依旧维持着 85%左右的开工率，远高于去年同期 72%的平均水平，行业累计产量保持的快速增长。2011 年 1-8 月，我国纯碱产量为 1522.85 万吨，同比增长 8.95%，其中 7、8 两月，纯碱产量为 400.3 万吨，同比增长 23.21%。目前纯碱行业 200 万吨/月左右的生产能力已经达到了历史以来的最高值。

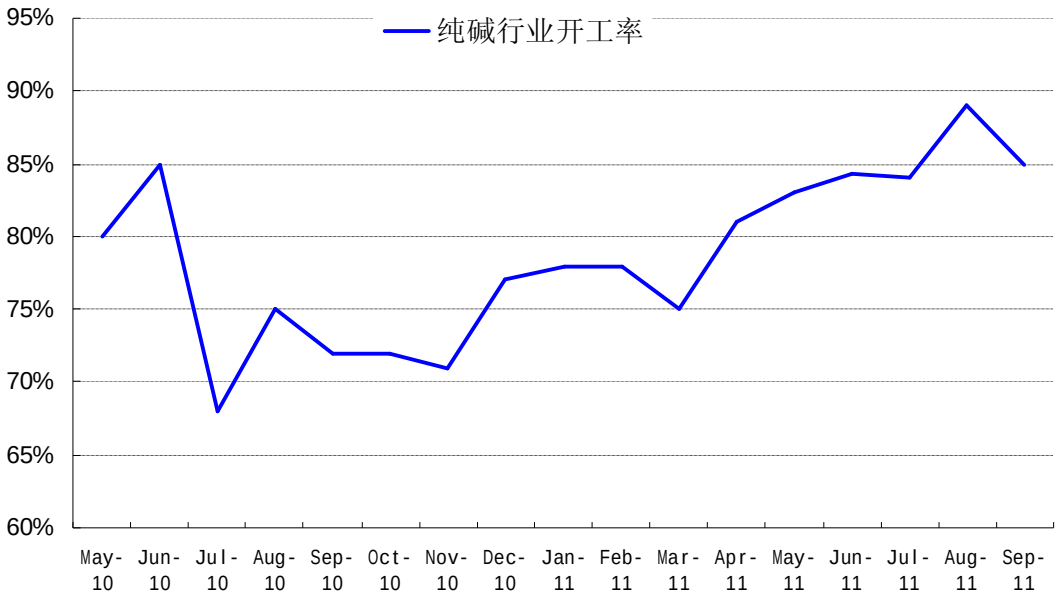
图 12：2011 年 3 月份开始纯碱单月产量上涨迅速

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



资料来源：太平洋证券，wind

图 13：纯碱行业开工率仍然保持较高水平



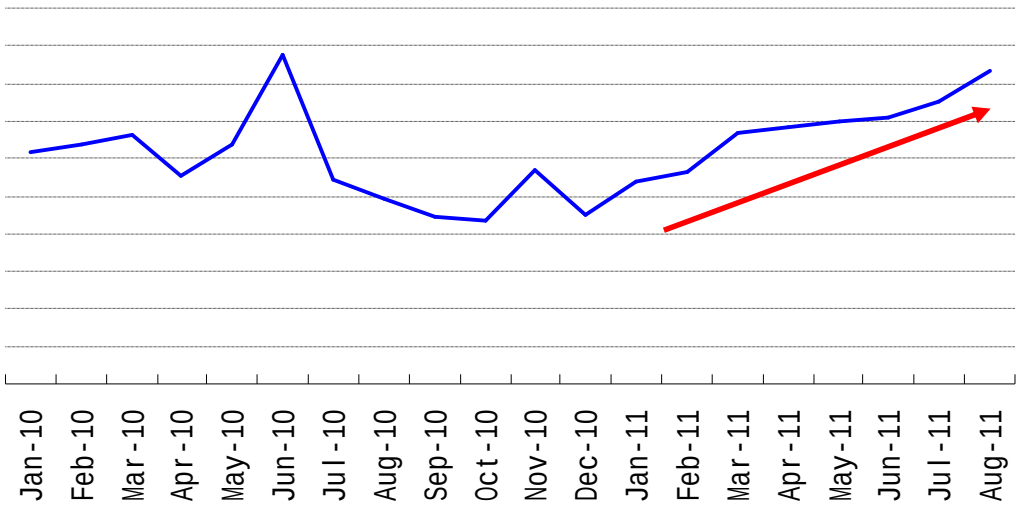
资料来源：太平洋证券，wind

我们做一个测算，由于纯碱下游行业中，玻璃占比达到了 42%，其他下游比较分散，主要在

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

化工、电解铝、洗涤剂、医药等方面。我们简化用平板玻璃的耗碱量代表下游的需求，纯碱的产量代表纯碱的供给，纯碱产量与平板玻璃耗碱量之差反映行业的供求关系。如图 14:

图 14：纯碱产量与平板玻璃耗碱量的差值



资料来源：太平洋证券，wind

我们不考虑纯碱产量与平板玻璃耗碱量之差的绝对值是多少，只分析曲线的变化趋势。2010 年 8-11 月，曲线处于较低水平，这时各地政府为保证完成“十一五”减排目标，对能耗高的行业进行限产，纯碱行业也在其中，因此这期间纯碱产量减少，玻璃对纯碱的需求维持正常水平，纯碱行业供求偏紧，因此曲线下行并处于较低水平；但是到 2011 年，曲线的趋势呈现了逐步上行的趋势，意味着供给增速快于需求增速，并且这一趋势在三季度得到延续。

（三）纯碱价格有下行风险

四季度纯碱行业运行趋势判断：我们认为，11 年二季度纯碱市场的火爆一方面得益于下游玻璃产量的增长，另一个很重要的方面，得益于 10 年下半年行业的减产导致库存的降低。四季度玻璃行业北方地区进入销售旺季，库存虽有下降但目前库存水平依旧很高，未来仍有较大的去库存压力，行业景气度较低，因此有可能减缓新增玻璃生产线的投放时间。在最乐观情景假设下，如果预计的 9000 万重量箱玻璃生产线全部投放，相应增加 280 万吨左右的纯碱产量，这也仅相当于目前纯碱行业一个半月的生产水平。因此，北方玻璃进入销售旺季的

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

阶段，对纯碱价格维持目前的高位有一定支撑作用，但随着行业库存的增长，产品价格有下行风险。

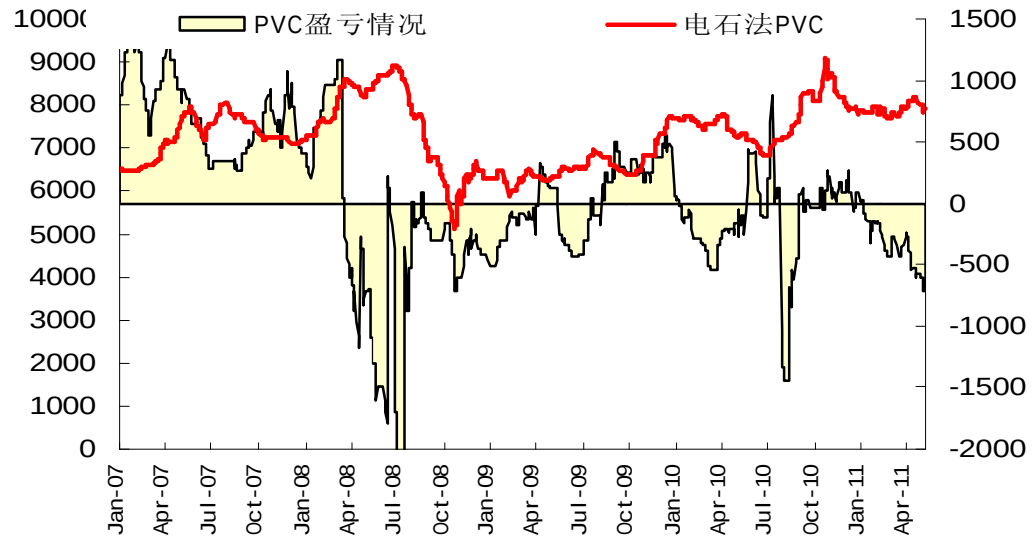
五、 氯碱：行业普遍亏损，弱势局面不改

（一）电石整合带来价格上涨，PVC 行业亏损更加严重

2011 年 7 月，工信部公告了 2011 年淘汰落后电石产能的企业名单，共计淘汰 151.71 万吨电石产能，比去年淘汰目标增加了一倍。另外，中国电石工业协会 9 月份召开的全国电石行业淘汰落后产能座谈会上，中国电石工业协会秘书长孙伟善表示，“十二五”期间将淘汰标准从 1.25 万千伏安以下提高到 2 万千伏安以下内燃式电石炉。这意味着在未来几年，电石落后产能淘汰目标将逐年加码，电石行业整合大潮已经到来。

在政策和电价调整的作用下，三季度电石价格继续上涨至 4141 元/吨，环比增长 2.8%，PVC 行业开工率没有明显改善，行业亏损更加严重。

图 15：受节能减排影响电石行业开工率下降明显



资料来源：太平洋证券

对于产能严重过剩的 PVC 行业来说，成本因素是其价格的最后底线。第四季度是 2011 年淘汰落后电石产能任务的最后期限，部分设备的停产有可能会导致短期供应偏紧，我们认为电石价格有可能继续上涨。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

（二）成本为王，低于行业平均成本的公司才能在弱势局面中存活和成长

我们维持中期策略的观点：在原油价格没有出现快速大幅上涨的假设条件下，年中是氯碱行业盈利的拐点，电石价格有望继续上涨，行业亏损的弱势局面不会有太大变化。氯碱上市公司（剔除*ST 类公司）中，多处于电力相对充足的新疆、内蒙，例如中泰化学、内蒙君正；即使身处电力短缺区域，比如滨化股份、英力特，公司自身供电能力也较强。当下半年行业盈利变差时，拥有原料资源的一体化公司的成本优势就会得以彰显，我们更看好中泰化学、内蒙君正和滨化股份。

六、 公司推荐

雅本化学（300261）

- 公司是我国专业从事高级农药、医药中间体产品研发、生产和销售的高新技术企业。公司主营产品按下游应用领域可分为农药中间体系列（含杀虫剂中间体和除草剂中间体）和医药中间体系列（含抗肿瘤药中间体和抗癫痫药中间体）。

- 农药中间体业务：公司农药中间体产品全部供应杜邦，目前已成为杜邦的战略供应商。其中，公司杀虫剂中间体 BPP 主要下游是杜邦公司的主打杀虫剂产品“氯虫苯甲酰胺（Rynaxypyr）”，即康宽。康宽 08 年上市，近三年全球收入保持了近 60%的增速，专利期到 2021 年过期，目前正处于高速发展阶段。杜邦康宽即将扩产，公司为适应客户需求，预计将新增 200 吨 BPP 产能，这也是本次募投的重点项目。BPP 需求旺盛，毛利率在 40%以上，未来三年该业务有望成为公司主要的盈利增长点。

- 医药中间体业务：公司医药中间体产品主要供应罗氏和梯瓦，目前是这两大国际医药巨头的重要供应商。公司本次募投项目所涉及的 8 个产品中有 6 个产品属于抗肿瘤药物中间体，其中盐酸埃罗替尼、甲磺酸伊马替尼和达沙替尼都是目前国际靶向药物市场销售领先的小分子药物。公司小分子药物产品已经完成小试和成熟的中试开发，其生产工艺关键步骤及常规反应还要经中试放大检验，一旦技术可行，市场前景广阔。

- 公司手性技术达到国际先进水平。手性技术是未来新药物开发的发展方向，公司自行研

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

制的左乙拉西坦产品获得国内专利，并达到国际先进水平。公司借助自主研发成果，已与梯瓦签署 4 类中间体产品合作研发协议，如果研究成果能够专业化，公司将获得更大规模的订单。

u 根据我们的假设条件，预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.54 元、0.82 元、1.19 元。随着公司突破资金瓶颈，产能扩张后公司将进入高速成长期，未来两年复合增长率达到 40%以上，我们首次给予公司“买入”的投资评级。

u 风险提示：技术风险、客户相对集中风险。

泰和新材（002254）

u 2011 年 1-6 月，公司实现营业总收入 7.91 亿元，同比增长 12.04%；实现营业利润 1.50 亿元，同比下滑 17.75%；归属于上市公司股东的净利润 1.18 亿元，同比下滑 16.58%；实现每股收益 0.30 元。上半年公司实施了每 10 股转增 5 股的资本公积金转增股本方案，公司股本较年初增加 50%。

u 报告期内氨纶的收入低于我们一季度的预期，我们分析：一方面由于氨纶价格在二季度快速下滑，一季度均价为 63990 元/吨（含税），二季度均价下滑至 51934 元/吨，环比下滑 18.84%，同比下滑 11.65%；另一方面，氨纶的实际产量低于我们预期，按照我们已调整后的价格氨纶价格（49500 元/吨，税后）测算，氨纶的总产量在 1 万吨左右，较我们假设的 1.2 万吨减少 16.7%。

u 氨纶成本方面：占原料成本 60%的 PTMEG 一季度均价为 30311 元/吨，二季度为 30928 元/吨，环比上涨 2.04%；占原料成本 20%的纯 MDI 一季度均价为 20795 元/吨，二季度为 20248 元/吨，环比下滑 2.63%。因此，从价差上分析，氨纶二季度盈利情况弱于一季度，我们上次报告给出公司上半年氨纶业务毛利率在 24%左右的预期，目前这一判断得到印证。

u 报告期内公司间位芳纶出口订单显著增加，收入同比增长 104%。1000 吨/年对位芳纶项目在 5 月底实现投产试车，部分产品已销往下游，按 1000 吨/年对位芳纶完全投产测算，可增厚公司 EPS0.1 元（摊薄后）。公司还有进一步扩产的安排，这将是未来公司盈利的重要增长点。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

u 在我们假设条件下，按照转增后的股本计算，预计 2011-2013 年公司每股收益为 0.59 元、0.97 元和 1.08 元。继续维持“买入”评级。

u 风险提示：氨纶价格大幅下滑风险；项目延期风险。

康得新（002450）

u 公司是我国首家引进预涂膜生产线并利用自主创新工艺从事预涂膜生产的高新技术企业，拥有 6 条预涂膜生产线，年生产能力 16300 吨，在国内预涂膜行业排名第一。公司是国家预涂膜行业标准及国家覆膜工艺标准的主要起草单位，是国内唯一一家能够满足出口欧美等国家质量要求的预涂膜生产商。

u 预涂膜技术是目前国内先进的覆膜加工工艺，是一项环保、清洁的技术，全面替代即涂膜技术是印后覆膜工艺发展的必然趋势。欧美国家预涂膜占覆膜市场 95%，亚洲除日本现已全部使用预涂膜外，其他国家都处于预涂膜和即涂膜兼用的状态，我国目前预涂膜仅占覆膜市场的 10%，未来市场空间来自于对传统即涂膜的替代（即剩余 90%的覆膜市场）和商用印刷市场的发展（新的需求市场，年均增长 15%以上）。

u 预涂膜在我国推广比较缓慢最核心的原因是成本偏高。因为预涂膜产品属于印刷耗材，印刷厂在选择耗材时价格成本是一个不可忽略的问题。此外，由于我国缺乏纸张和薄膜分离的技术，薄膜还无法回收利用，采购薄膜相当于沉没成本，因此预涂膜只有在成本方面降下来才能大面积占领目前水性即涂覆膜的市场。

u 公司的竞争优势主要体现在：第一，公司的 BOPP、BOPET 预涂膜成本已经和具有污染的水性即涂膜相当，并且还有下降空间，这将非常有利于开拓国内的市场；第二，公司技术、产品品质已经处于国际先进水平，并且拥有成本优势；第三，公司本次募集资金投资建设 1.8 万吨预涂膜生产线，将会打破抑制公司快速发展的生产瓶颈。

u 公司成立美国子公司，有利于公司在北美地区销售自产特种和高档预涂膜产品，此举将促使公司高毛利率产品比重结构的提升。

u 在我们假设条件下，预计 2011-2013 年公司每股收益为 0.51 元、0.99 元和 1.21 元。维持

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

“买入”的投资评级。

海利得（002206）

u 公司是我国涤纶工业长丝的细分行业龙头，现有产能分别为 12 万吨产品包括高强度丝 4 万吨，高模低收缩丝 2.6 万吨，低收缩超低收缩丝 3.5 万吨，安全带丝 1.5 万吨，气囊丝 0.3 万吨和有色丝 0.1 万吨。公司 2010 年 4 月份投产大有光聚酯切片项目产能 12 万吨，与公司 12 万吨涤纶工业长丝产能匹配，公司实现聚酯切片的自给。

u 涤纶工业长丝的差别化率是衡量一个公司实力强弱的重要标准，公司 2009 年差别化率为 60%，2010 年差别化率达到了 85%左右。由于差别化丝毛利率较普通丝高 6 个百分点左右，因此公司的盈利能力得到显著的提高。

u 2010 年，公司通过非公开增发募投“3 万吨浸胶帘子布和 3 万吨高模低收缩工业丝（自用帘子布原料）”项目。预计其中 1.5 万吨浸胶帘子布将在 2011 年二季度投产，二期的 1.5 万吨以及配套的 3 万吨高模低收缩工业丝将在 2012 年投产，这是公司持续的盈利增长点。

u 预计公司 11-12 年每股收益分别为 0.56 元、0.74 元，公司在新品开发方面具有较强的技术优势，成长空间广阔，长期看好。维持“买入”评级。

u 风险提示：国外关于工业涤纶长丝反倾销风险。

表 6：重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司代码	公司简称	投资评级	最新股价	11PE	12PE	13PE	11eps	12eps	13eps
600426.SH	华鲁恒升	买入	9.93	56.9	35.0	27.9	0.70	1.14	1.43
002254.SZ	泰和新材	买入	18.08	67.5	41.1	36.9	0.59	0.97	1.08
002450.SZ	康得新	买入	24.56	78.1	40.3	31.4	0.51	0.99	1.27
002206.SZ	海利得	买入	11.70	71.2	53.9	44.3	0.56	0.74	0.90
002109.SZ	兴化股份	买入	12.40	72.5	53.9	43.3	0.55	0.74	0.92
300072.SZ	三聚环保	买入	15.99	81.3	51.1	36.9	0.49	0.78	1.08
002010.SZ	传化股份	买入	8.20	107.7	75.2	61.3	0.37	0.53	0.65
600352.SH	浙江龙盛	买入	8.15	83.0	72.5	55.3	0.48	0.55	0.72
600141.SH	兴发集团	买入	23.91	49.8	39.9	29.5	0.80	1.00	1.35
002453.SZ	天马精化	买入	27.80	42.8	28.3	21.5	0.93	1.41	1.85
300082.SZ	奥克股份	增持	21.46	40.3	33.2	28.7	0.99	1.20	1.39

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

000420.SZ	吉林化纤	增持	5.70	442.8	132.8	60.4	0.09	0.30	0.66
002108.SZ	沧州明珠	增持	8.90	75.2	67.5	64.3	0.53	0.59	0.62
000792.SZ	永太科技	增持	48.40	67.5	36.6	24.3	0.59	1.09	1.64
002092.SZ	中泰化学	增持	10.22	71.2	56.9	44.3	0.56	0.70	0.90
600309.SH	烟台万华	增持	16.02	46.9	42.8	35.0	0.85	0.93	1.14
002217.SZ	联合化工	增持	12.44	88.6	60.4	53.1	0.45	0.66	0.75
002513.SZ	蓝丰生化	持有	39.85	35.0	19.1	16.0	1.14	2.09	2.49
600486.SH	扬农化工	持有	17.69	57.8	46.9	41.9	0.69	0.85	0.95
002215.SZ	诺普信	持有	12.97	86.6	65.3	53.1	0.46	0.61	0.75
600078.SH	澄星股份	持有	12.57	265.7	181.1	113.9	0.15	0.22	0.35

资料来源：太平洋证券

七、 风险提示

- 原油价格大幅波动风险；
- 宏观及行业政策风险；
- 公司项目拖延风险。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818
传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

行业研究

化工行业 2011 年 9 月 26 日

关注磷化工与新材料行业的投资机会——2011 年 4 季度策略报告

行业评级 中性

研究员：姚鑫

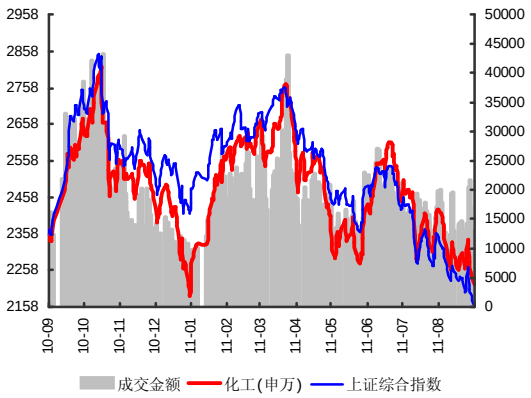
执业证书编号：S1190210080004

Email：yaox@tpyzq.com.cn

主要细分行业评级

化肥	看好（上调）
农药	中性（维持）
民爆	看好（维持）
轮胎	中性（维持）
精细与专用化学品	看好（维持）
无机品	中性（维持）
纯碱	中性（维持）
氯碱	中性（维持）

市场与公司重要数据



相关报告

《化工行业 2011 年下半年策略：审时度势，弱势下寻找低估值的投资标的》 2011.6

《化工行业 2011 年年度策略：捕捉行业政策暖风+结构调整中的投资机会》 2010.12

《化工行业 10 年四季度策略：把握影响子行业的重要事件》 2010.9

《化工行业 10 年下半年度策略：无边指数萧萧下，高速成长正当时》 2010.6.18

《化工 10 年二季度策略：拨开迷雾，探寻机会》

投资要点

- 三季度以来化工板块指数（申万分类）由 2460.22 点下滑至 2219.22 点，下滑 9.80%。化工子板块指数除磷化工外全线下滑。
- **A 股市场低迷，化工综指难走独立行情。**A 股指数屡跌不止，估值已达历史性底部，外围股市乌云压顶，场内资金持续紧张，场外资金维持观望，政策救市望穿秋水。历史经验表明，在这样的氛围下，以高耗能重工业为主的化工板块很难走出独立的行情。但近期新材料“十二五”发展规划等一些政策将要出台，相应对化工一些细分的小行业有政策刺激作用。
- **磷化工：上、中游产品涨价，行业有望持续景气。**我国磷矿石主产地集中于云、贵、鄂、川四省，其中，湖北良好的交通条件使其成为无磷省份化工企业采购的主要市场。也是我国磷矿石产量最大的省份。湖北整合和关闭 15 万吨以下磷矿的法规出台，对省内小矿的生产起到了立竿见影的抑制作用，引起磷矿石价格的快速上涨。云、贵两省黄磷产量占全国总产量 60%，目前两地电力紧缺，黄磷开工率下降供应出现紧缺，同时在原材料磷矿石涨价的推动下，预计四季度黄磷价格有望出现 20%的涨幅，这将迫使磷化工产业链终端的价格出现全线上涨。拥有磷矿石资源或磷电一体化公司将在涨价中受益。
- **特种化工：估值回落，质地优良公司的投资机会显现。**特种化工板块的上市公司业务多数属于国家鼓励发展的行业，公司成长性较好，因此长期享受着较高的估值。经历 1-9 月份股价 20%-30%的回调后，大部分公司的估值水平出现下降，风险得以释放，业务增长稳定并且管理良好的公司的投资机会显现。，
- **纯碱行业拐点渐行渐近，氯碱行业亏损加剧。**纯碱生产能力保持旺盛，行业开工率维持 85%以上，相应下游玻璃行业需求增速却略显疲软，加速行业库存增长，未来纯碱价格有下滑风险。氯碱弱势局面仍没有出现明显改善。
- 推荐公司：雅本化学、泰和新材、康得新、海利得。
- **风险提示：**原油剧烈波动风险；A 股系统性风险；行业政策风险。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

目 录

一、 化工板块三季度行情回顾 3

（一）化工子板块指数多数下滑，磷化工一枝独秀 3
（二）化工原料、化学纤维和化工新材料子板块市盈率下滑最快 4
（三）化工子板块普跌主要受 A 股市场不振影响 5
（四）A 股底部尚未探明，化工综指难走独立行情，期待子行业零星开花 5

二、 磷化工：上、中游产品涨价，行业景气有望持续 6

（一）三季度磷化工指数上涨的主要因素 6
（二）磷矿石市场相对封闭，价格长期低估 8
（三）行业准入门槛提高促发磷矿石涨价 9
（四）磷矿石涨价在源头上推高磷化工产业链成本 10
（五）“磷矿石涨价+电荒”导致黄磷开工率下降，供应紧张 11
（六）产量下滑放大黄磷价格季节性涨幅，四季度上涨已成定局 12
（七）资源为王，拥有磷矿石资源或磷电一体化公司在涨价中受益 13

三、 特种化工：估值回落，选取成长性较好的优良公司 14

（一）特种板块公司业务多属国家鼓励发展类 14
（二）估值回落后，质地优良公司的投资机会显现 15

四、 纯碱：担忧库存快速增长，行业拐点渐行渐近 16

（一）纯碱行业走势符合我们中报预期 16
（二）行业开工率持续攀高，库存或已快速上升 16
（三）纯碱价格有下行风险 18

五、 氯碱：行业普遍亏损，弱势局面不改 19

（一）电石整合带来价格上涨，PVC 行业亏损更加严重 19
（二）成本为王，低于行业平均成本的公司才能在弱势局面中存活和成长 20

六、 公司推荐 20

雅本化学（300261） 20
泰和新材（002254） 21
康得新（002450） 22
海利得（002206） 23

七、 风险提示 24

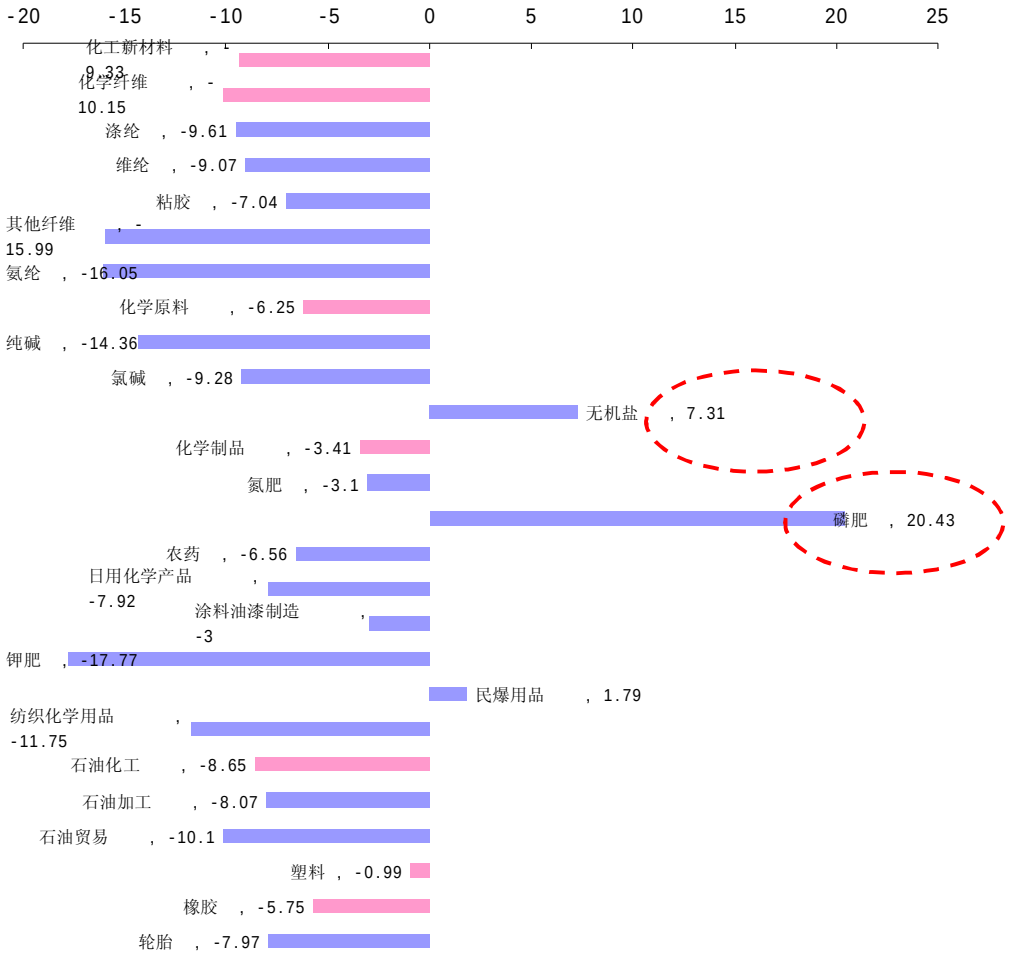
重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

一、 化工板块三季度行情回顾

（一）化工子板块指数多数下滑，磷化工一枝独秀

三季度以来上证指数由 2759.36 点一路下滑至目前（截止 9 月 26 日，下同）的 2393.18 点，下跌 13.27%。化工板块指数由 2460.22 点下滑至 2219.22 点，下滑 9.80%。化工子板块指数全线下滑。其中，化工新材料指数下滑 9.33%，化学纤维下滑 10.15%，化学原料下滑 6.25%，化学制品下滑 3.41%，石油化工下滑 8.65%，塑料下滑 0.99%，橡胶下滑 5.75%。

图 1：三季度化工子板块多数呈现跌势（%）



资料来源：太平洋证券，wind　注：阅图请自上而下，红色柱表示申万二级子行业，蓝色柱表示其上方二级行业的子行业

如图 1 显示，在化工的三级子行业中，磷肥子板块指数上涨 20.43%，无机盐板块指数上涨 7.31%。从磷肥和无机盐板块的涵盖公司主营业务可以发现，这两个板块可以用磷化工板块

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

统一概括，我们将其合并后按总市值为权重计算得出，三季度磷化工板块涨幅为 18.27%，与其他子板块的下跌的走势截然不同，呈现单边上扬的局面；从跌幅来看，三级子行业中钾肥板块跌幅最大，达到 17.17%；其次是氨纶板块，跌幅达到 16.05%。

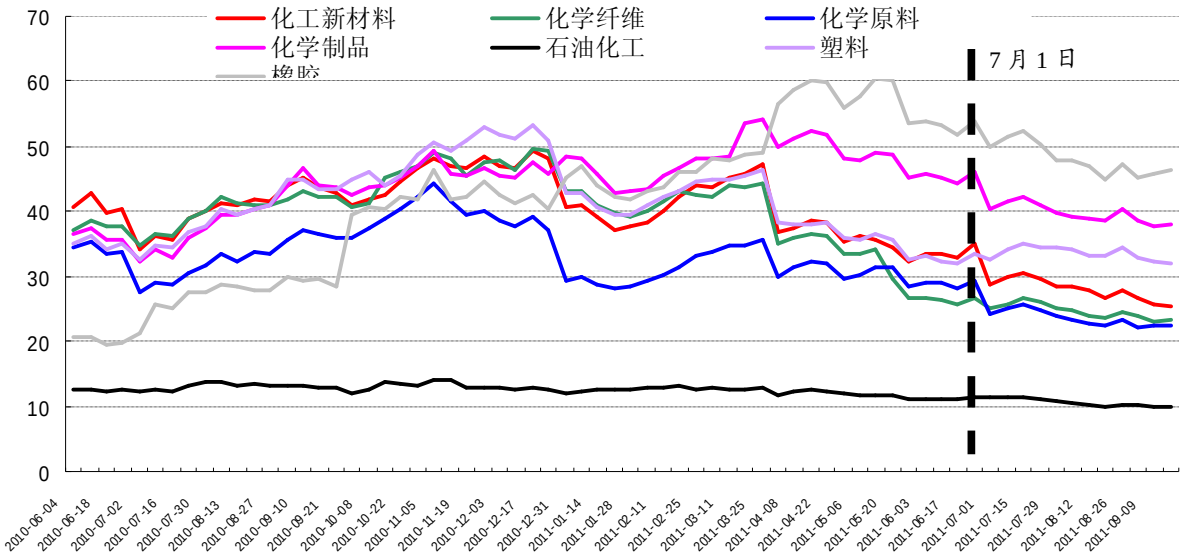
（二）化工原料、化学纤维和化工新材料子板块市盈率下滑最快

伴随着指数的下滑，7 月份以来化工板块整体估值水平也在直线下降，7 个子板块市盈率（TTM，剔除负值，剔除大于 200 的数值）也全部呈现下行的趋势。

表 2 显示，三季度市盈率均值环比下滑幅度最大的是化学原料，下滑 21.89%；其次是化学纤维和化工新材料，市盈率分别环比下滑 21.14%和 20.87%，这三个子板块目前的市盈率已经达到了 10 年以来的最低水平。

下降幅度最小的是塑料板块，三季度下滑 5 个百分点，目前市盈率水平为 33 倍。

图 2：化工子板块市盈率普遍出现快速下滑



资料来源：太平洋证券，wind

表 1：2011 年 1-3 季度化工子板块市盈率水平及变化情况

	一季度	二季度	三季度	三季度市盈率环比变化
化工新材料	41.8	35.36	27.98	-20.87%
化学纤维	42.04	31.27	24.66	-21.14%

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

化学原料	31.5	30.19	23.58	-21.89%
化学制品	47.33	48.15	39.65	-17.65%
石油化工	12.69	11.58	10.49	-9.41%
塑料	42.89	35.37	33.59	-5.03%
橡胶	45.63	56.61	48.04	-15.14%

资料来源：太平洋证券，wind

（三）化工子板块普跌主要受 A 股市场不振影响

本次化工板块的下跌，既有化学原料、化学制品为代表的传统化工板块的下跌，也有去年表现抢眼的化纤板块的下跌，连一向以高成长、高估值为特征的新材料板块本次也不能幸免，并且跌幅还居于前列。

化工板块是 A 股市场中多样性较大的一个板块，由于板块中既有周期股也有非周期股，既有能源属性股也有消费属性股，同质性较差，子行业指数很难呈现相同的走势，而三季度除磷化工外，所有子板块均出现了大面积回调，我们认为除了个别行业的基本面因素外，更多是受整体 A 股市场的萎靡不振的氛围影响。

（四）A 股底部尚未探明，化工综指难走独立行情，期待子行业零星开花

宏观方面，美国经济的情况不容乐观，目前有毒资产规模已经比次贷危机爆发时要大得多，而美国政府应付危机的手段却不如危机爆发时。在次贷危机刚爆发时，美国的国债总额还只有 8.9 万亿美元，负债率为 65%，还在安全线以内，但目前已经超过 14 万亿美元，负债率也接近 100%，从财政工具看，美国可以使用的空间越来越小，从货币政策看，利润已经降到“零”，已经没有下降空间，唯一能实施的就是 QE3，但是 QE3 只能解决流动性的问题，而美国目前面临的不是流动性不足产生的问题，而是一场新的清偿危机[1]。

在外围经济不明朗的情况下，中国很难独善其身。美国经济产生危机或可通过贸易合作影响到我国经济，这在 2008 年已经得到验证。中国当前宏观经济数据的好转信号仍需等待，高通胀常态化后货币政策难以放松，在基础货币增速和货币乘数双双下滑的情况下，市场资金将更加紧张。

A 股市场，指数屡跌不止，估值也到达历史性的底部，外围股市乌云重重，市场内资金紧张，

[1] 王建：《警惕新一轮美国次贷危机》，中国证券报，2011.8.22 A17 版

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

场外资金维持观望，政策救市望穿秋水，而打破这种人气低迷的局面，最终还需要一个契机。所谓熊市不言底，历史经验表明，在这样一个氛围下，以高耗能重工业为主的化工板块很难走出独立的行情。不过，近期新材料“十二五”发展规划、有机硅产业规划等一些政策将要出台，相应对化工一些细分的小行业有政策刺激作用，可以期待子行业的良好表现。

二、 磷化工：上、中游产品涨价，行业景气有望持续

（一）三季度磷化工指数上涨的主要因素

三季度在大盘整体下调近14%的背景下，磷化工指数却逆势上涨了18%。我们认为有以下主要因素：

第一，政策春风频吹。2011年以来，磷化工行业先后出台相关政策，分别对磷矿石的开采生产、磷肥的工艺要求及生产规模、磷铵生产排放物的综合利用等方面做了详细的规定。尤其是8月份刚出台的《化工矿业“十二五”发展规划》中，再一次强调了磷矿石的重要战略地位。《规划》要求，未来五年建立磷矿产地资源储备机制，**提高磷矿开采准入门槛，提高行业集中度**。目前，我国磷资源大省主要有云南、湖北、贵州，经过近五年的整合，云天化集团已控制云南70%的磷矿，湖北磷资源主要被兴发集团、宜化集团、洋丰等拥有，贵州主要集中在开磷、宏福手中。《规划》的出台，促使小而散的磷矿资源进一步向这些巨头集中，而二级市场上对这些集团中拥有的上市公司则多了一份期待（云天化集团下上市公司为云天化，宜化集团下上市公司湖北宜化，兴发集团）。

表 2：2011年以来国家出台的磷化工行业相关政策

时间	政策名称	政策要点	主要影响
2011.8	《化工矿业“十二五”发展规划》	1、“2015年磷矿产量达到7500万吨，未来磷矿基本满足国内需求。” 2、“在国家政策鼓励下磷矿入选矿石品位再下降3～5个百分点,选矿产品占比提高10%，高浓度磷复肥使用选矿产品的比例提高到30～40%，共伴生矿产综合利用率提高10个百分点。” 3、“在矿产资源相对集中、资源禀赋和开发程度较高的地区继续重点规划和支持建设化工矿山项目”	规划指出要制定磷矿产业准入标准，适当提高新建矿山最低开采规模和准入门槛。同时上市公司云天化、湖北宜化所属集团都是规划中提到的支持发展磷矿项目的企业。

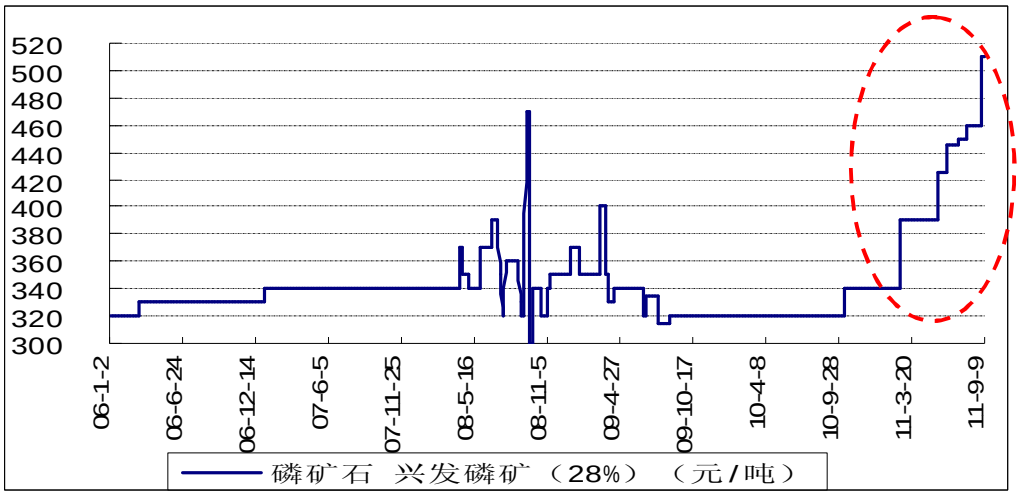
重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

2011.5	《产业结构调整指导目录（2011年本）》	1、鼓励类项目：中低品位磷矿采选与利用，磷石膏综合利用技术开发与应用，10万吨/年及以上湿法磷酸净化生产装置。 2、限制类项目：磷铵生产装置。	重点是对磷肥规模的限制，加速磷肥行业产业集中。
2011.3	《磷铵生产准入条件（征求意见稿）》	三年内，原则上不再新建或改扩建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置	遏制磷肥低端重复化建设。

资料来源：太平洋证券

第二，磷矿石价格上涨。2011 年以来，磷矿石价格始终处于上升的通道之中，第一季度均价（湖北市场，下同）为 361.11 元/吨，第二季度均价达到 408.19 元/吨，环比上涨 13.04%；第三季度均价为 481.41 元/吨，环比上涨 17.94%。目前价格较年初相比，磷矿石价格已经涨了 50%。磷矿石的涨价加强了市场对磷化工企业盈利能力转好的预期。

图 3：2011 年我国磷矿石价格处于快速上升通道



资料来源：太平洋证券

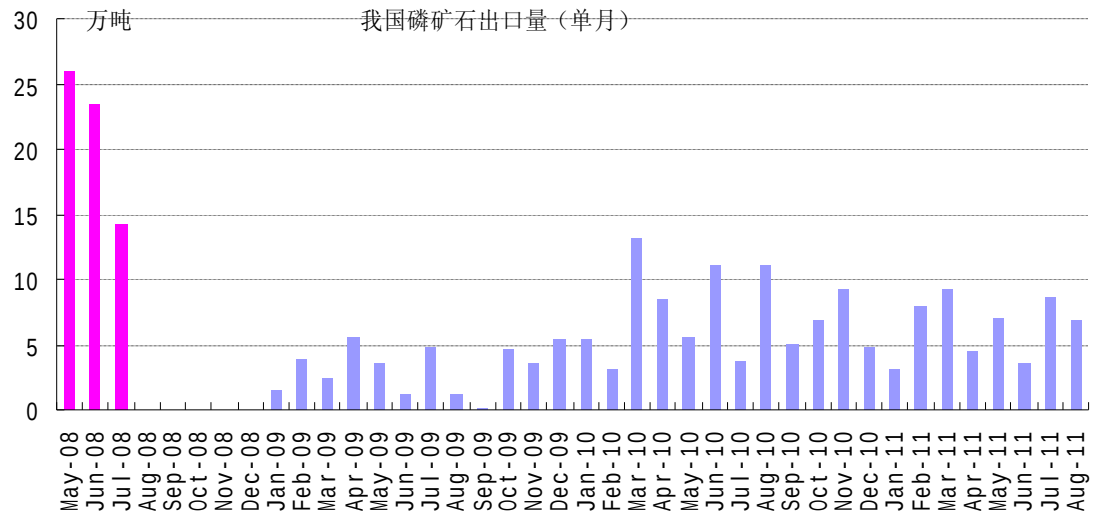
第三，磷化工板块流通盘仅 18 亿股，仅占化工板块（除石油化工）流通盘的 2.77%，股票多属小盘股，指数的上涨需要资金量较小，在目前整体资金面紧张的背景下，小盘股更容易走出反弹的行情，同时也容易成为游资炒作的目标。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

（二）磷矿石市场相对封闭，价格长期低估

我国的磷矿石主要以出口为主，基本上没有进口。虽然国内磷矿石资源总量在国际上占优，但 30％以上的高品位矿逐渐枯竭，中低品位的资源量储量也日益稀缺。2008 年 5 月 20 日，国家开始对磷矿石加征 100%出口关税政策，受此影响，我国磷矿石出口量持续下降，自 09 年以来每月磷矿石出口量都基本保持在个位吨数。关税的出台，使得国内磷矿供需基本上处于封闭市场，国内磷矿价格和国际差价非常巨大，国内磷矿石价格在 300～500 元人民币/吨，仅有国际价格的十分之一左右。

图 4：我国磷矿石单月出口量自 08 年 5 月后迅速下滑

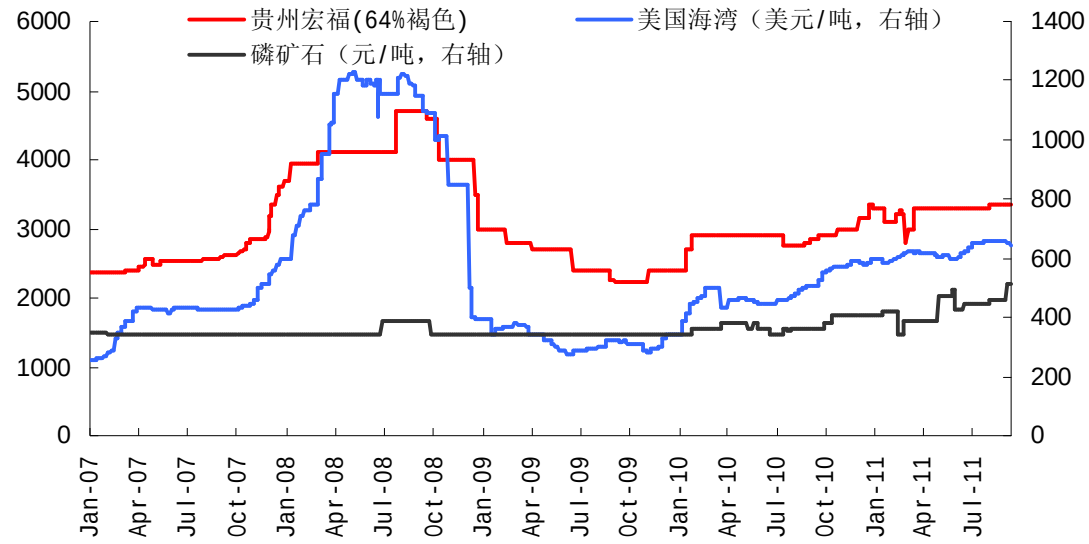


资料来源：太平洋证券

封闭的市场下，我国磷矿石产量的 70%主要应用于磷肥的生产，因此磷肥生产的正常与否直接影响到磷矿石的需求。同时，我国磷矿石产能充沛，供应分散，议价能力不强，导致价格在很长一段时间始终处于较低的局面，并没有随着磷肥价格的上涨而受益。

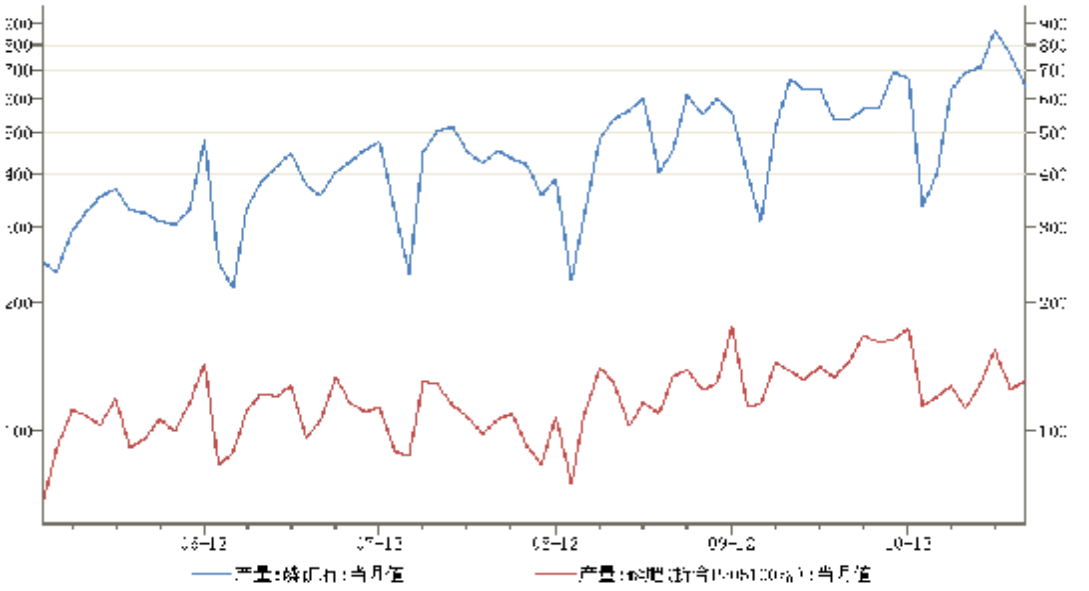
重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

图 5：我国磷矿石的价格和磷肥价格的相关性不大



资料来源：太平洋证券

图 6：我国磷矿石产量和磷肥产量高度正相关



资料来源：太平洋证券

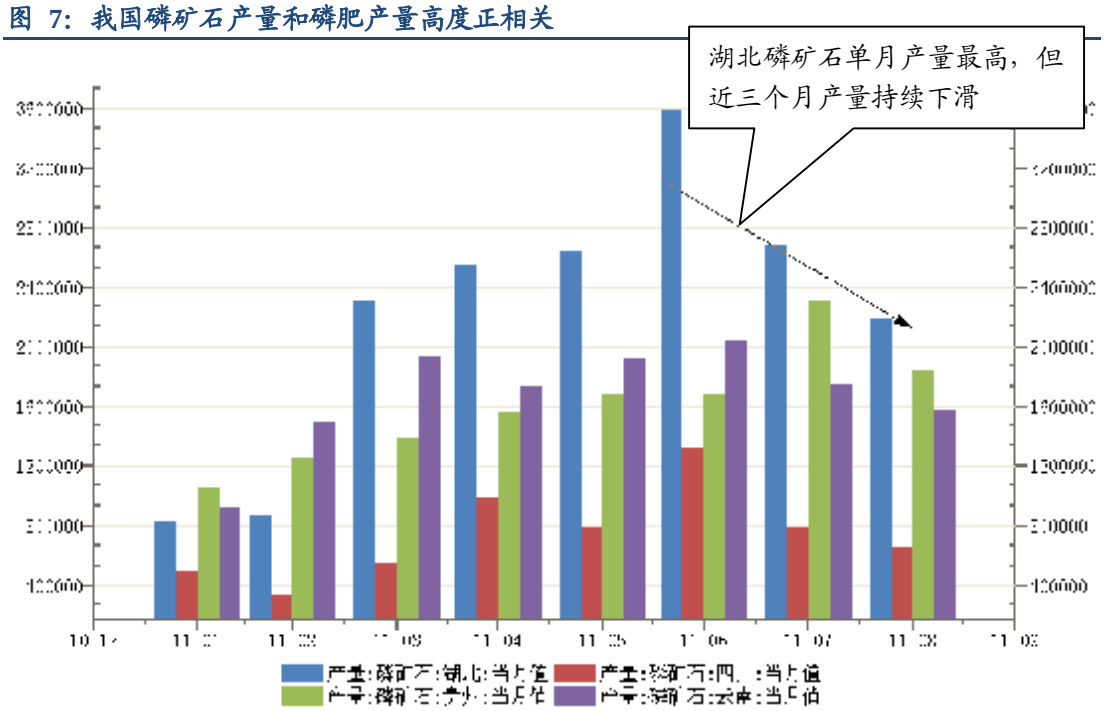
（三）行业准入门槛提高促发磷矿石涨价

我国磷矿石生产大省集中在云南、贵州、湖北和四川。其中云南、贵州磷矿丰富，含杂质少，但是运输能力较差。湖北地区磷矿品位低一些，但运输条件比云南和贵州要好的多，因此湖

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

北成为了无磷省份的化工企业采购的主要市场。湖北也是这四个省份中磷矿石产量最大的地区。

图 7：我国磷矿石产量和磷肥产量高度正相关



资料来源：太平洋证券

7 月份湖北省政府开始停止审批规划区内所有矿种探矿权、采矿权，同时将逐步重组和关闭 15 万吨以下磷矿。这项政策的出台，对省内小矿的生产起到了立竿见影的抑制作用。湖北省磷矿短期供应的减少，打破了已有的供求平衡，而云南地区磷矿石受出省限制（需要配额），矿石难以外运销售，因此部分原来采购湖北磷矿石的企业开始对贵州增加原料的采购，再加上增加的运输费用，使得磷矿石市场价格短期出现了快速上涨。

（四）磷矿石涨价在源头上推高磷化工产业链成本

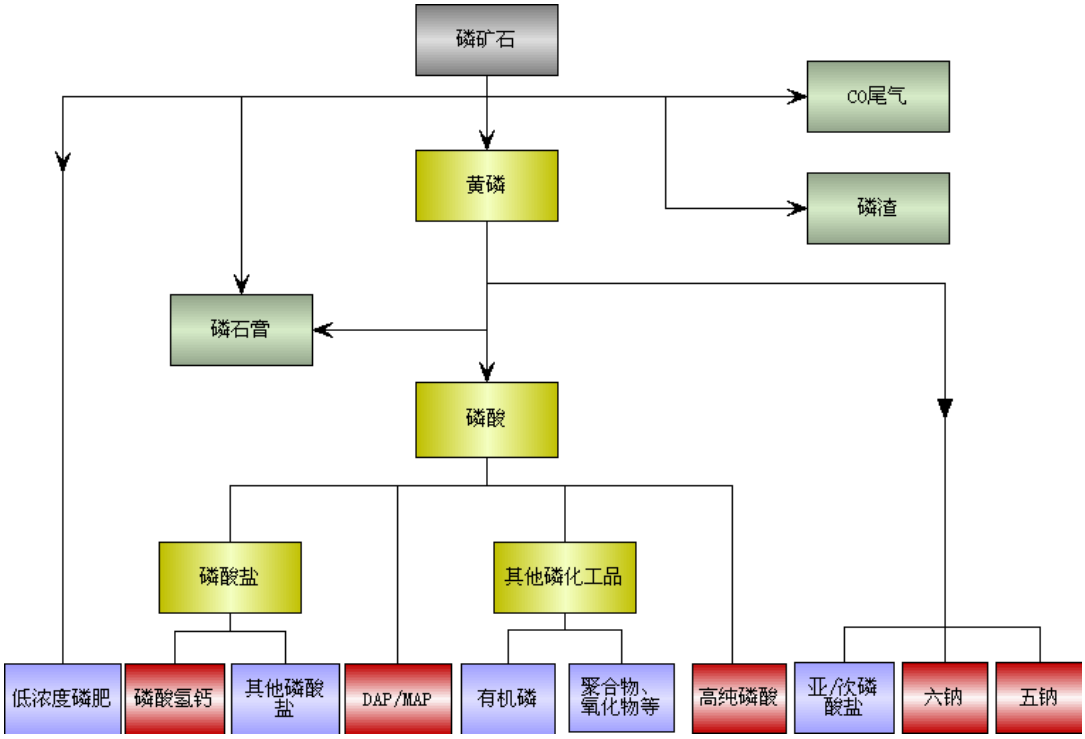
四季度，湖北地区政策性因素不会改变，将继续保持供应紧张的态势。贵州当地民族运动会刚结束，磷矿企业陆续恢复开采，但国庆节临近，预计贵州将继续停采至十月中旬，磷矿石供应比较紧张，同时，四季度是下游磷肥的生产旺季，对磷矿石需求旺盛，因此短期内磷矿石价格没有下调的可能。

磷化工产业链，一般从上游磷矿石到中游黄磷、磷酸再到下游的磷酸盐、有机磷等精细产品，

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

因此磷矿石价格的上涨，将从源头上提升了磷化工产业链的原料成本。

图 8：磷化工产业链



资料来源：太平洋证券

（五）“磷矿石涨价+电荒”导致黄磷开工率下降，供应紧张

对于磷化工产业链的中端产品——黄磷，生产情况更不容乐观。我国四大黄磷产地中，云南和贵州两省黄磷产量约占全国总产量的 60%以上。目前贵州和云南遭遇了严重干旱，电力供应紧张，省内对黄磷这种高耗能的产业都采取了有序用电，严重抑制了黄磷的生产，黄磷的开工率 8 月份已经跌至 40%左右。

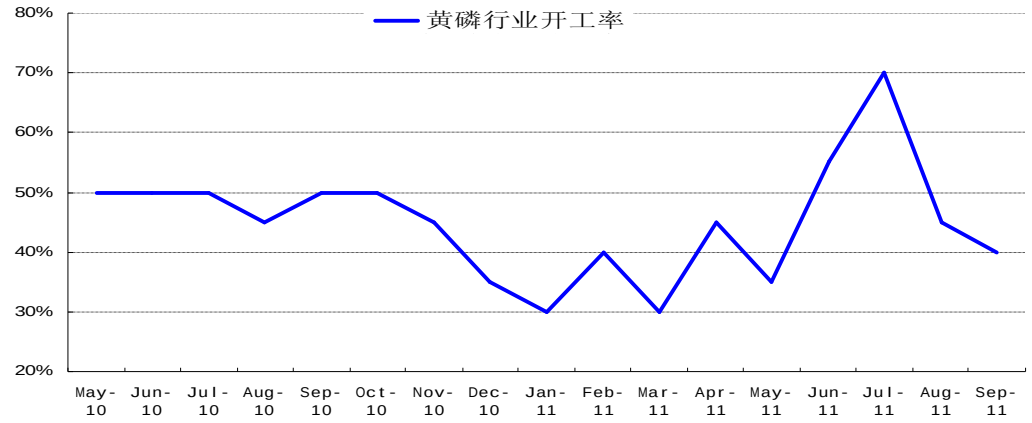
表 3：全国各省市电力缺口和电力输送情况

省份	目前电力供应情况
贵州	截止 9 月 22 日，贵州 88 个县市区中 78 个出现中度以上旱情，其中，特旱 21 个，重旱 35 个。5 月以来，贵州遭遇历史罕见旱灾，导致水电大面积丧失发电能力，贵州电力管理部门已对黄磷、钛合金、工业硅、电石、电解锰五个高耗能行业开展有序用电。贵州电力供应严峻形势要至少持续到明年汛期。
云南	四季度枯水期，主要靠火电，但云南省电煤供应和存煤形势不容乐观，全部矿井预计要到年底才能完全复产，火电机组将面临大面积缺煤停机风险。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

资料来源：太平洋证券

图 9：2011 年 8 月-9 月黄磷开工率快速下降

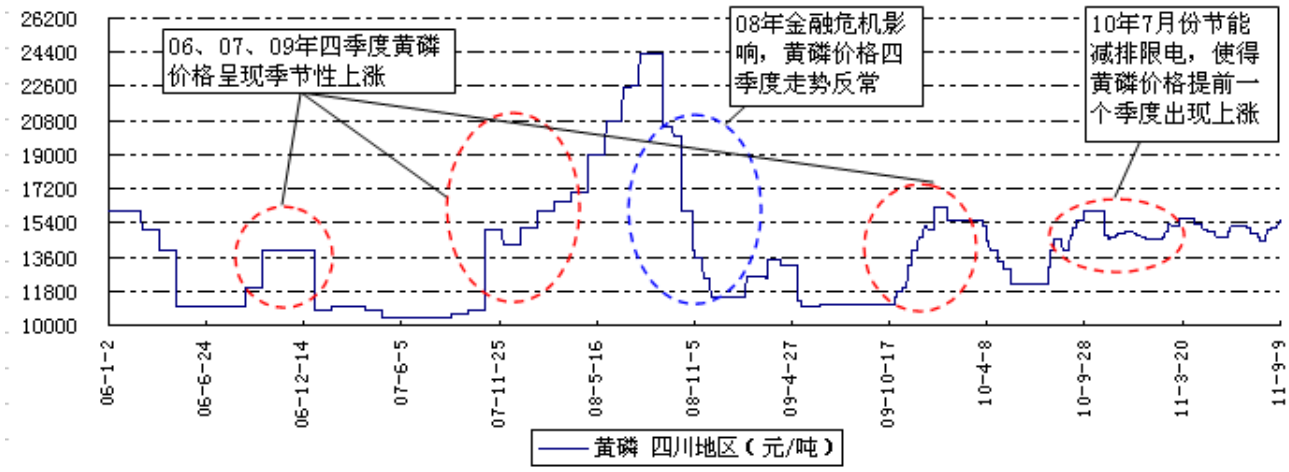


资料来源：太平洋证券

（六）产量下滑放大黄磷价格季节性涨幅，四季度上涨已成定局

黄磷的价格具有明显的季节性，四季度多出现上涨，主要是受丰、枯水期波动所致。

图 10：2011 年 8 月-9 月黄磷开工率快速下降



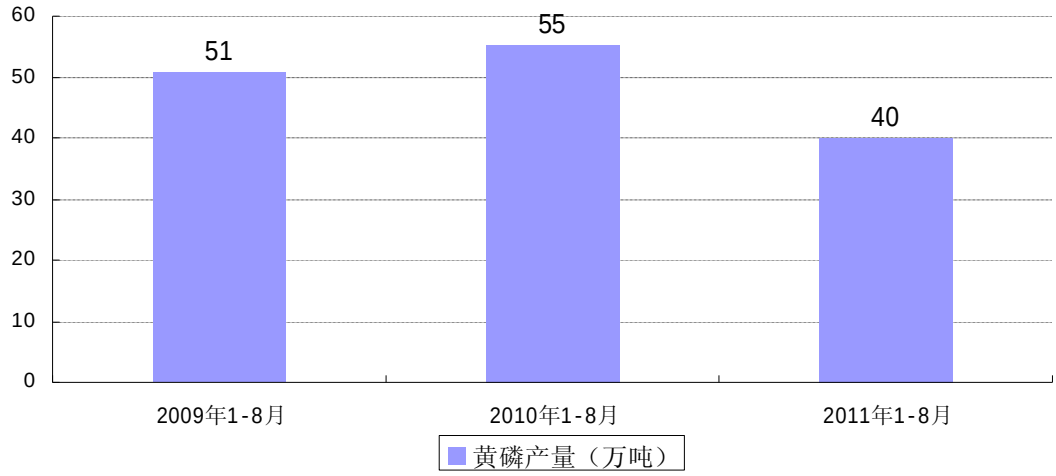
资料来源：太平洋证券

2011 年 1-8 月黄磷产量累计仅有 40 万吨，同比下滑 27.6%，创 09 年以来的新低。目前的黄磷行业可谓多重压力：第一，原料磷矿石价格上涨 50%以上；第二，电力供应紧缺导致黄磷

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

开工率不足 40%；第三，与历年库存量相比，四大主要产区均无库存，货源供应紧张。因此，四季度来看，干旱仍继续，电煤仍紧张，黄磷供应不会呈现太大转机，黄磷价格的季节性将会被放大，市场价格继续强劲上涨。

图 11：2011 年 1-8 月黄磷累计产量为近三年同期最低



资料来源：太平洋证券

（七）资源为王，拥有磷矿石资源或磷电一体化公司在涨价中受益

对于磷化工板块，磷矿石-黄磷价格上涨，直接受益的为拥有磷矿石资源或磷电一体化的公司。

二级市场磷化工上市公司主要为 6 家，我们将其与磷化工相关业务列于下表：

表 4：全国各省市电力缺口和电力输送情况

	磷矿产能	备注
600096云天化	集团取得采矿证的磷矿资源为 5 亿吨，拥有年开采量 1000 万吨磷矿，500 万吨磷肥的产能。	集团如果注入公司磷矿和磷肥资产将贡献净利润 10 亿元以上。
600141兴发集团	具有磷矿石资源量 1.62 亿吨，年产能 235 万吨。大股东宜昌兴发集团协议受让湖北宜昌磷化集团全部股权，磷化核心资产为磷矿资源储量 6026.02 万吨，设计磷矿石年产 205 万吨。 公司拥有 19 座水电站，年发电量可达 5 亿吨，电力自给率 50%。	大股东新收购磷矿资源磷矿石产能达到现有产能的 87%。 磷矿石每上涨 100 元/吨，增厚公司 EPS 约 0.3 元。
600078澄星股份	目前拥有热法磷酸加工能力 72 万吨，黄磷产量 15 万吨，各种磷酸盐产能 22 万吨左右。	磷酸价格上涨 1000 元/吨，增厚公司 EPS0.2 元。
000422湖北宜化	探矿权磷矿储量 2.73 亿吨，2011 年 3 月底一期 30 万吨开工。 磷酸二铵年产 70 万吨。	公司逐步完善磷肥一体化。
002386天原集团	磷矿年产能 90 万吨。	主要资产为氯碱，磷矿石产量对公司业绩影响较小。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

600470六国化工	年产 112 万吨磷肥	公司磷矿石主要外购，成本优势在于硫酸物流成本较低。磷矿石涨价对公司影响偏负面。

资料来源：太平洋证券

除六国化工外，其余企业均在富产磷矿石的省份。六国化工在获得宿松山磷矿和宜昌磷矿资源后，由于靠近市场，在磷肥的市场营销方面具有一定的优势。但是其磷矿石全部外购，磷矿石涨价对其影响偏负面；兴发集团磷矿石生产规模居国内第一，直接受益于磷矿涨价。在成本控制、产品多元化和新品开发方面也有优势；澄星化工主要黄磷产地宣威市人民政府已与宣威市产煤乡镇签订电煤供应目标责任书，保障磷电满负荷生产，其宣威电力机组采用循环硫化床锅炉，对煤矿要求不高，电力综合成本是云南枯水期的 2/3，直接受益于黄磷涨价；湖北宜化着重煤化工、磷化工的产业链完善，产品涉及尿素、磷肥、氯碱、甲醇等产品，在煤矿资源丰富的青海、内蒙、新疆地区重点发展煤化工，在磷矿资源丰富的湖北重点发展磷肥业务，湖北宜化已经成为具有较强规模优势的综合化肥和大宗化学品生产商。云天化磷矿资源都在其大股东手中，资产注入是公司成长的关键。

综合磷化工行业相关政策，以及四季度磷矿石和黄磷涨价的预期，我们认为受益的依次是兴发集团、澄星股份、云天化和湖北宜化。

三、 特种化工：估值回落，选取成长性较好的优良公司

（一）特种板块公司业务多属国家鼓励发展类

“十二五”规划发展思路中鼓励发展的行业基本是高端化工新材料行业、高性能高附加值精细化学品制造行业；高效、安全、环境相容性较好的农药制造行业；生物化工行业；节能与环保行业；新型催化材料行业。我们认为，“十二五“规划主要是明确化工行业的长期发展方向，对于稳健型投资者而言，可长期持有特种板块中的优质公司。

表 5：特种化工上市公司市盈率以及未来三年盈利预测

证券名称	市盈率（TTM）	预测11年EPS	预测12年EPS	预测13年EPS	PEG
002326永太科技	48.7	0.54	1.09	1.64	0.66
002408齐翔腾达	18.8	1.6	1.87	1.92	1.97

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

002409雅克科技	37.2	0.79	1.07	1.39	1.14
002440闰土股份	17.2	1.24	1.52	1.85	0.78
002453天马精化	30.3	0.93	1.41	1.85	0.74
002476宝莫股份	33.5	0.5	0.79	0.9	0.98
300019硅宝科技	31.4	0.51	0.66	0.83	1.14
300037新宙邦	33.7	1.17	1.61	2.33	0.82
300041回天胶业	27.3	0.97	1.22	1.44	1.25
300054鼎龙股份	52.5	0.65	0.88	-	-
300067安诺其	45.5	0.2	0.27	0.32	1.72
300072三聚环保	32.7	0.49	0.78	1.08	0.68
300082奥克股份	22.4	0.99	1.2	1.39	1.21
300107建新股份	46.9	0.34	0.49	0.7	1.08
600309烟台万华	9.8	0.85	0.93	1.14	0.69
600352浙江龙盛	28.6	0.48	0.55	0.72	0.62
002548西陇化工	24.1	0.92	1.51	1.95	1.27
601218东材科技	26.9	0.89	1.16	1.65	0.74

资料来源：太平洋证券

（二）估值回落后，质地优良公司的投资机会显现

特种化工板块的上市公司多属于中小板或创业板。2011 年 1-6 月，中小板指数回调 12.36%，创业板指数回调 21.10%%，特种化工板块也不例外，板块中的上市公司普遍下跌了 20%-30%。虽然特种化工的很多股票属于新兴产业，其市场空间受中国经济转型和行业发展规划的支持，但在 2011 年经济减速的预期下，目前其绝对估值以及相对大盘股的溢价水平难以维持，回调中风险得以释放。7-9 月，二级市场依然没有走好，特种化工板块指数继续下调 2.2%，不过下跌幅度已经大幅减弱。我们认为，风险的逐步释放有利于我们以较低的成本获得增长速度较好的投资标的。结合特种化工上市公司各自的市场空间，我们认为烟台万华长达十年的稳健的经营作风，以为未来三年持续新增产能的投放，公司将在 2011 年-2013 年继续保持 25%

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

的复合增长率，2011 年估值只有 17 倍，低于同板块其他公司，我们维持“买入”的投资评级；永太科技、天马精化、新宙邦、东材科技目前估值较年初很大回落，PEG 值在 1 以下，给予“增持”的投资评级。

四、 纯碱：担忧库存快速增长，行业拐点渐行渐近

（一）纯碱行业走势符合我们中报预期

我们在 2011 年下半年策略报告中重点分析了纯碱行业上半年涨势的原因和行业运行趋势的判断：即“电荒或许减少了纯碱的产量，但这个幅度应该很小，并不是导致今年上半年纯碱价格上涨的最主要因素，纯碱呈现出的“量价齐升”的局面，我们认为，主要因为玻璃产量增长带来的拉动作用。”

“年中为玻璃行业景气高点，下半年处于下行趋势，因此随着纯碱供给的增加，将会加速纯碱行业拐点的来临。我们认为，年中纯碱盈利处于高点，纯碱类上市公司今年业绩多会大幅上涨，但并不具有持续性，一旦下半年纯碱价格回落，警惕板块下调风险。”

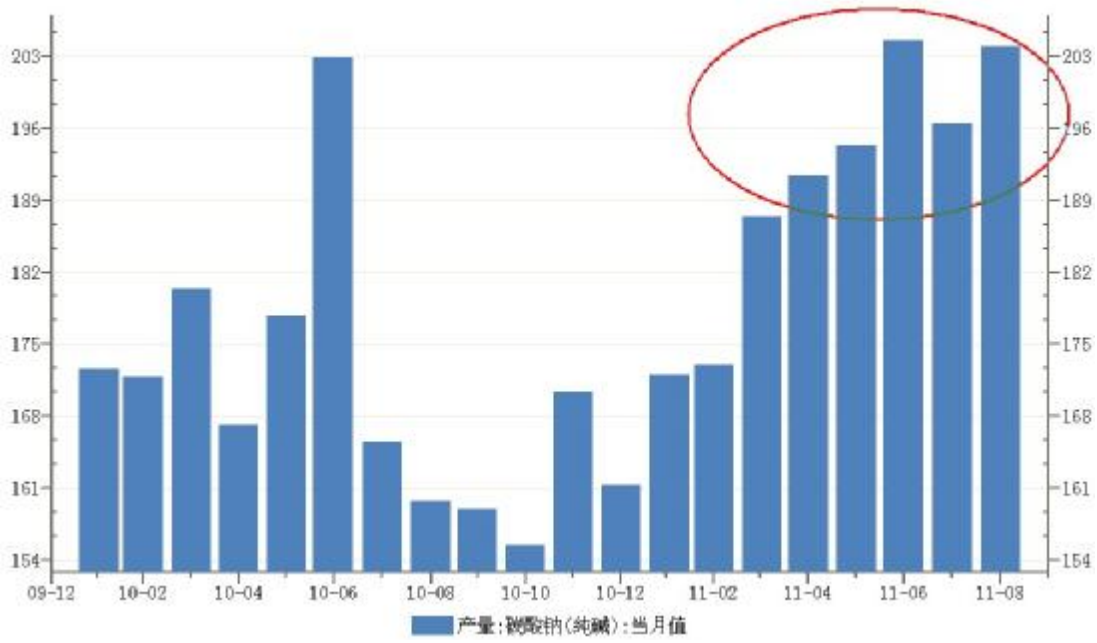
三个月后，我们回顾发现，纯碱价格在 6 月份经历了 2075 元/吨的最高点之后，7 月份开始出现了小幅的下滑，与此同时，二级市场上纯碱板块指数在 7-9 月回调了 13.07%，是化工所有子板块中回调幅度最大的。纯碱市场的走势符合我们当时的判断。

（二）行业开工率持续攀高，库存或已快速上升

2011 年第三季度，纯碱行业依旧维持着 85%左右的开工率，远高于去年同期 72%的平均水平，行业累计产量保持的快速增长。2011 年 1-8 月，我国纯碱产量为 1522.85 万吨，同比增长 8.95%，其中 7、8 两月，纯碱产量为 400.3 万吨，同比增长 23.21%。目前纯碱行业 200 万吨/月左右的生产能力已经达到了历史以来的最高值。

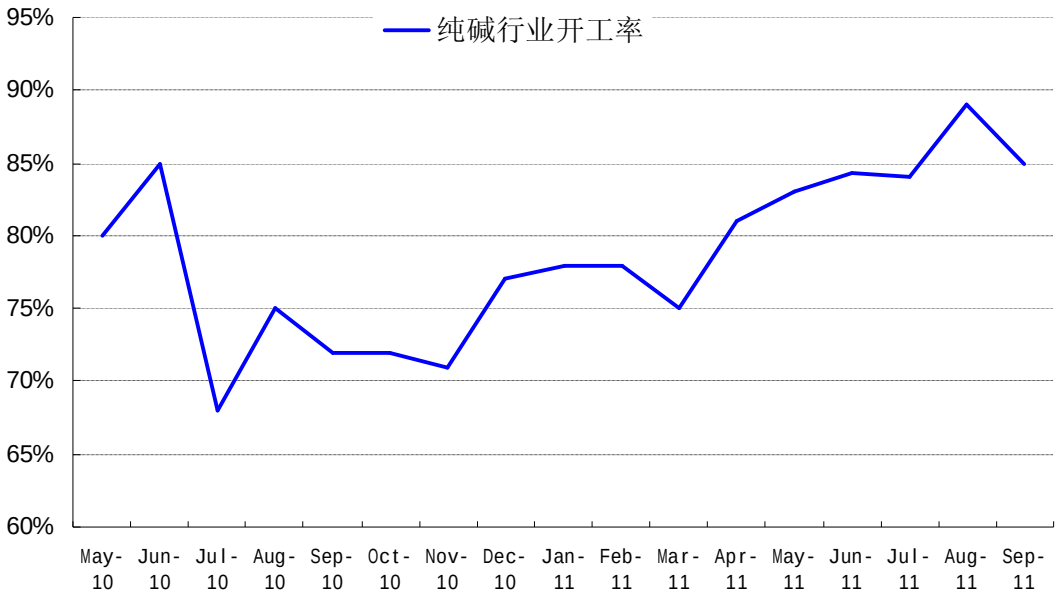
重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

图 12：2011 年 3 月份开始纯碱单月产量上涨迅速



资料来源：太平洋证券，wind

图 13：纯碱行业开工率仍然保持较高水平

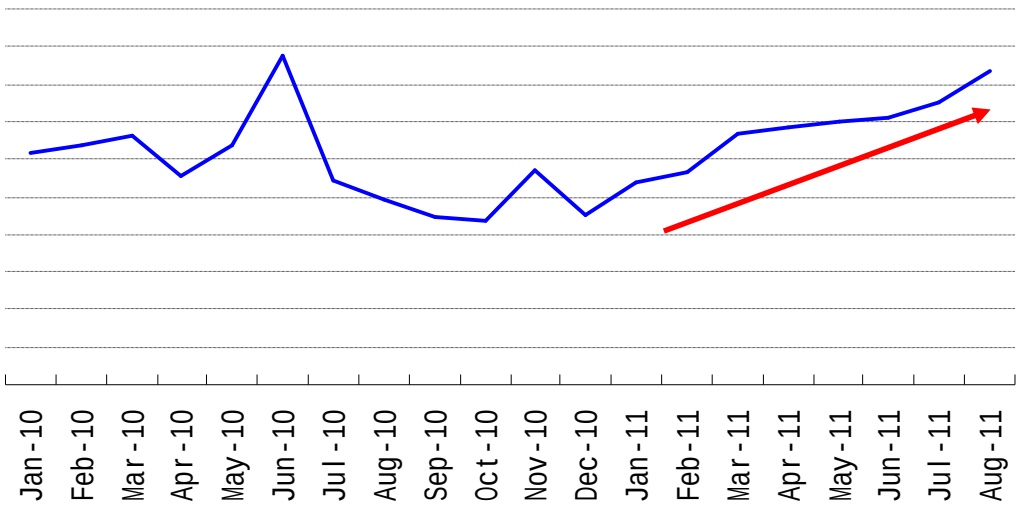


资料来源：太平洋证券，wind

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

我们做一个测算，由于纯碱下游行业中，玻璃占比达到了 42%，其他下游比较分散，主要在化工、电解铝、洗涤剂、医药等方面。我们简化用平板玻璃的耗碱量代表下游的需求，纯碱的产量代表纯碱的供给，纯碱产量与平板玻璃耗碱量之差反映行业的供求关系。如图 14:

图 14：纯碱产量与平板玻璃耗碱量的差值



资料来源：太平洋证券，wind

我们不考虑纯碱产量与平板玻璃耗碱量之差的绝对值是多少，只分析曲线的变化趋势。2010 年 8-11 月，曲线处于较低水平，这时各地政府为保证完成“十一五”减排目标，对能耗高的行业进行限产，纯碱行业也在其中，因此这期间纯碱产量减少，玻璃对纯碱的需求维持正常水平，纯碱行业供求偏紧，因此曲线下行并处于较低水平；但是到 2011 年，曲线的趋势呈现了逐步上行的趋势，意味着供给增速快于需求增速，并且这一趋势在三季度得到延续。

（三）纯碱价格有下行风险

四季度纯碱行业运行趋势判断：我们认为，11 年二季度纯碱市场的火爆一方面得益于下游玻璃产量的增长，另一个很重要的方面，得益于 10 年下半年行业的减产导致库存的降低。四季度玻璃行业北方地区进入销售旺季，库存虽有下降但目前库存水平依旧很高，未来仍有较大的去库存压力，行业景气度较低，因此有可能减缓新增玻璃生产线的投放时间。在最乐观情景假设下，如果预计的 9000 万重量箱玻璃生产线全部投放，相应增加 280 万吨左右的纯

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

碱产量，这也仅相当于目前纯碱行业一个半月的生产水平。因此，北方玻璃进入销售旺季的阶段，对纯碱价格维持目前的高位有一定支撑作用，但随着行业库存的增长，产品价格有下行风险。

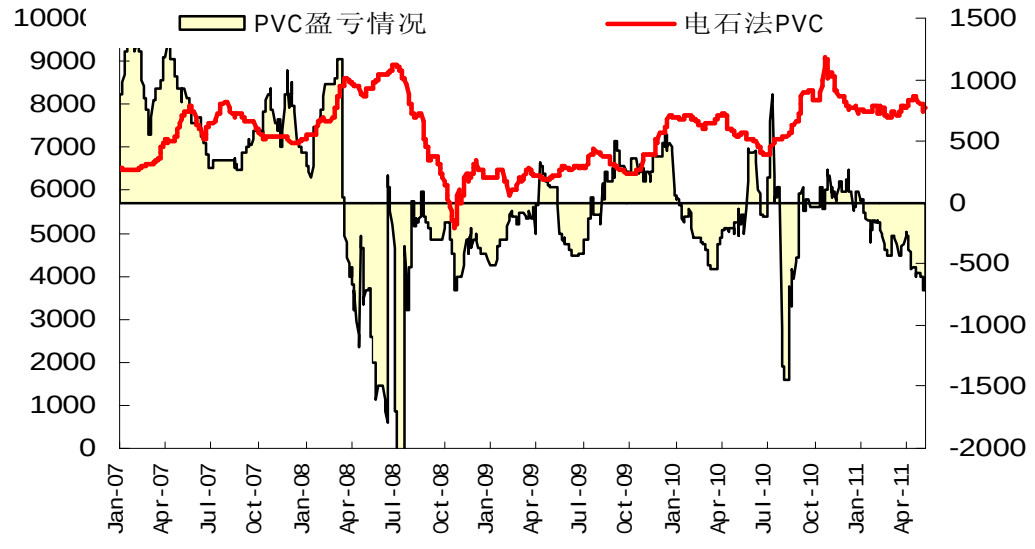
五、 氯碱：行业普遍亏损，弱势局面不改

（一）电石整合带来价格上涨，PVC 行业亏损更加严重

2011 年 7 月，工信部公告了 2011 年淘汰落后电石产能的企业名单，共计淘汰 151.71 万吨电石产能，比去年淘汰目标增加了一倍。另外，中国电石工业协会 9 月份召开的全国电石行业淘汰落后产能座谈会上，中国电石工业协会秘书长孙伟善表示，“十二五”期间将淘汰标准从 1.25 万千伏安以下提高到 2 万千伏安以下内燃式电石炉。这意味着在未来几年，电石落后产能淘汰目标将逐年加码，电石行业整合大潮已经到来。

在政策和电价调整的作用下，三季度电石价格继续上涨至 4141 元/吨，环比增长 2.8%，PVC 行业开工率没有明显改善，行业亏损更加严重。

图 15：受节能减排影响电石行业开工率下降明显



资料来源：太平洋证券

对于产能严重过剩的 PVC 行业来说，成本因素是其价格的最后底线。第四季度是 2011 年淘汰落后电石产能任务的最后期限，部分设备的停产有可能会导致短期供应偏紧，我们认为电

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

石价格有可能继续上涨。

（二）成本为王，低于行业平均成本的公司才能在弱势局面中存活和成长

我们维持中期策略的观点：在原油价格没有出现快速大幅上涨的假设条件下，年中是氯碱行业盈利的拐点，电石价格有望继续上涨，行业亏损的弱势局面不会有太大变化。氯碱上市公司（剔除*ST 类公司）中，多处于电力相对充足的新疆、内蒙，例如中泰化学、内蒙君正；即使身处电力短缺区域，比如滨化股份、英力特，公司自身供电能力也较强。当下半年行业盈利变差时，拥有原料资源的一体化公司的成本优势就会得以彰显，我们更看好中泰化学、内蒙君正和滨化股份。

六、 公司推荐

雅本化学（300261）

- 公司是我国专业从事高级农药、医药中间体产品研发、生产和销售的高新技术企业。公司主营产品按下游应用领域可分为农药中间体系列（含杀虫剂中间体和除草剂中间体）和医药中间体系列（含抗肿瘤药中间体和抗癫痫药中间体）。

- 农药中间体业务：公司农药中间体产品全部供应杜邦，目前已成为杜邦的战略供应商。其中，公司杀虫剂中间体 BPP 主要下游是杜邦公司的主打杀虫剂产品“氯虫苯甲酰胺（Rynaxypyr）”，即康宽。康宽 08 年上市，近三年全球收入保持了近 60%的增速，专利期到 2021 年过期，目前正处于高速发展阶段。杜邦康宽即将扩产，公司为适应客户需求，预计将新增 200 吨 BPP 产能，这也是本次募投的重点项目。BPP 需求旺盛，毛利率在 40%以上，未来三年该业务有望成为公司主要的盈利增长点。

- 医药中间体业务：公司医药中间体产品主要供应罗氏和梯瓦，目前是这两大国际医药巨头的重要供应商。公司本次募投项目所涉及的 8 个产品中有 6 个产品属于抗肿瘤药物中间体，其中盐酸埃罗替尼、甲磺酸伊马替尼和达沙替尼都是目前国际靶向药物市场销售领先的小分子药物。公司小分子药物产品已经完成小试和成熟的中试开发，其生产工艺关键步骤及常规反应还要经中试放大检验，一旦技术可行，市场前景广阔。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

u 公司手性技术达到国际先进水平。手性技术是未来新药物开发的发展方向，公司自行研制的左乙拉西坦产品获得国内专利，并达到国际先进水平。公司借助自主研发成果，已与梯瓦签署 4 类中间体产品合作研发协议，如果研究成果能够专业化，公司将获得更大规模的订单。

u 根据我们的假设条件，预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.54 元、0.82 元、1.19 元。随着公司突破资金瓶颈，产能扩张后公司将进入高速成长期，未来两年复合增长率达到 40%以上，我们首次给予公司“买入”的投资评级。

u 风险提示：技术风险、客户相对集中风险。

泰和新材（002254）

u 2011 年 1-6 月，公司实现营业总收入 7.91 亿元，同比增长 12.04%；实现营业利润 1.50 亿元，同比下滑 17.75%；归属于上市公司股东的净利润 1.18 亿元，同比下滑 16.58%；实现每股收益 0.30 元。上半年公司实施了每 10 股转增 5 股的资本公积金转增股本方案，公司股本较年初增加 50%。

u 报告期内氨纶的收入低于我们一季度的预期，我们分析：一方面由于氨纶价格在二季度快速下滑，一季度均价为 63990 元/吨（含税），二季度均价下滑至 51934 元/吨，环比下滑 18.84%，同比下滑 11.65%；另一方面，氨纶的实际产量低于我们预期，按照我们已调整后的价格氨纶价格（49500 元/吨，税后）测算，氨纶的总产量在 1 万吨左右，较我们假设的 1.2 万吨减少 16.7%。

u 氨纶成本方面：占原料成本 60%的 PTMEG 一季度均价为 30311 元/吨，二季度为 30928 元/吨，环比上涨 2.04%；占原料成本 20%的纯 MDI 一季度均价为 20795 元/吨，二季度为 20248 元/吨，环比下滑 2.63%。因此，从价差上分析，氨纶二季度盈利情况弱于一季度，我们上次报告给出公司上半年氨纶业务毛利率在 24%左右的预期，目前这一判断得到印证。

u 报告期内公司间位芳纶出口订单显著增加，收入同比增长 104%。1000 吨/年对位芳纶项目在 5 月底实现投产试车，部分产品已销往下游，按 1000 吨/年对位芳纶完全投产测算，可增厚公司 EPS0.1 元（摊薄后）。公司还有进一步扩产的安排，这将是未来公司盈利的重要增

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

长点。

u 在我们假设条件下，按照转增后的股本计算，预计 2011-2013 年公司每股收益为 0.59 元、0.97 元和 1.08 元。继续维持“买入”评级。

u 风险提示：氨纶价格大幅下滑风险；项目延期风险。

康得新（002450）

u 公司是我国首家引进预涂膜生产线并利用自主创新工艺从事预涂膜生产的高新技术企业，拥有 6 条预涂膜生产线，年生产能力 16300 吨，在国内预涂膜行业排名第一。公司是国家预涂膜行业标准及国家覆膜工艺标准的主要起草单位，是国内唯一一家能够满足出口欧美等国家质量要求的预涂膜生产商。

u 预涂膜技术是目前国内先进的覆膜加工工艺，是一项环保、清洁的技术，全面替代即涂膜技术是印后覆膜工艺发展的必然趋势。欧美国家预涂膜占覆膜市场 95%，亚洲除日本现已全部使用预涂膜外，其他国家都处于预涂膜和即涂膜兼用的状态，我国目前预涂膜仅占覆膜市场的 10%，未来市场空间来自于对传统即涂膜的替代（即剩余 90%的覆膜市场）和商用印刷市场的发展（新的需求市场，年均增长 15%以上）。

u 预涂膜在我国推广比较缓慢最核心的原因是成本偏高。因为预涂膜产品属于印刷耗材，印刷厂在选择耗材时价格成本是一个不可忽略的问题。此外，由于我国缺乏纸张和薄膜分离的技术，薄膜还无法回收利用，采购薄膜相当于沉没成本，因此预涂膜只有在成本方面降下来才能大面积占领目前水性即涂覆膜的市场。

u 公司的竞争优势主要体现在：第一，公司的 BOPP、BOPET 预涂膜成本已经和具有污染的水性即涂膜相当，并且还有下降空间，这将非常有利于开拓国内的市场；第二，公司技术、产品品质已经处于国际先进水平，并且拥有成本优势；第三，公司本次募集资金投资建设 1.8 万吨预涂膜生产线，将会打破抑制公司快速发展的生产瓶颈。

u 公司成立美国子公司，有利于公司在北美地区销售自产特种和高档预涂膜产品，此举将促使公司高毛利率产品比重结构的提升。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

u 在我们假设条件下，预计 2011-2013 年公司每股收益为 0.51 元、0.99 元和 1.21 元。维持“买入”的投资评级。

海利得（002206）

u 公司是我国涤纶工业长丝的细分行业龙头，现有产能分别为 12 万吨产品包括高强度丝 4 万吨，高模低收缩丝 2.6 万吨，低收缩超低收缩丝 3.5 万吨，安全带丝 1.5 万吨，气囊丝 0.3 万吨和有色丝 0.1 万吨。公司 2010 年 4 月份投产大有光聚酯切片项目产能 12 万吨，与公司 12 万吨涤纶工业长丝产能匹配，公司实现聚酯切片的自给。

u 涤纶工业长丝的差别化率是衡量一个公司实力强弱的重要标准，公司 2009 年差别化率为 60%，2010 年差别化率达到了 85%左右。由于差别化丝毛利率较普通丝高 6 个百分点左右，因此公司的盈利能力得到显著的提高。

u 2010 年，公司通过非公开增发募投“3 万吨浸胶帘子布和 3 万吨高模低收缩工业丝（自用帘子布原料）”项目。预计其中 1.5 万吨浸胶帘子布将在 2011 年二季度投产，二期的 1.5 万吨以及配套的 3 万吨高模低收缩工业丝将在 2012 年投产，这是公司持续的盈利增长点。

u 预计公司 11-12 年每股收益分别为 0.56 元、0.74 元，公司在新品开发方面具有较强的技术优势，成长空间广阔，长期看好。维持“买入”评级。

u 风险提示：国外关于工业涤纶长丝反倾销风险。

表 6：重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司代码	公司简称	投资评级	最新股价	11PE	12PE	13PE	11eps	12eps	13eps
600426.SH	华鲁恒升	买入	9.93	56.9	35.0	27.9	0.70	1.14	1.43
002254.SZ	泰和新材	买入	18.08	67.5	41.1	36.9	0.59	0.97	1.08
002450.SZ	康得新	买入	24.56	78.1	40.3	31.4	0.51	0.99	1.27
002206.SZ	海利得	买入	11.70	71.2	53.9	44.3	0.56	0.74	0.90
002109.SZ	兴化股份	买入	12.40	72.5	53.9	43.3	0.55	0.74	0.92
300072.SZ	三聚环保	买入	15.99	81.3	51.1	36.9	0.49	0.78	1.08
002010.SZ	传化股份	买入	8.20	107.7	75.2	61.3	0.37	0.53	0.65
600352.SH	浙江龙盛	买入	8.15	83.0	72.5	55.3	0.48	0.55	0.72
600141.SH	兴发集团	买入	23.91	49.8	39.9	29.5	0.80	1.00	1.35

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

002453.SZ	天马精化	买入	27.80	42.8	28.3	21.5	0.93	1.41	1.85
300082.SZ	奥克股份	增持	21.46	40.3	33.2	28.7	0.99	1.20	1.39
000420.SZ	吉林化纤	增持	5.70	442.8	132.8	60.4	0.09	0.30	0.66
002108.SZ	沧州明珠	增持	8.90	75.2	67.5	64.3	0.53	0.59	0.62
000792.SZ	永太科技	增持	48.40	67.5	36.6	24.3	0.59	1.09	1.64
002092.SZ	中泰化学	增持	10.22	71.2	56.9	44.3	0.56	0.70	0.90
600309.SH	烟台万华	增持	16.02	46.9	42.8	35.0	0.85	0.93	1.14
002217.SZ	联合化工	增持	12.44	88.6	60.4	53.1	0.45	0.66	0.75
002513.SZ	蓝丰生化	持有	39.85	35.0	19.1	16.0	1.14	2.09	2.49
600486.SH	扬农化工	持有	17.69	57.8	46.9	41.9	0.69	0.85	0.95
002215.SZ	诺普信	持有	12.97	86.6	65.3	53.1	0.46	0.61	0.75
600078.SH	澄星股份	持有	12.57	265.7	181.1	113.9	0.15	0.22	0.35

资料来源：太平洋证券

七、 风险提示

- 原油价格大幅波动风险；
- 宏观及行业政策风险；
- 公司项目拖延风险。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818
传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。