

2007. 07. 04

节能减排政策影响正在显现

——2007 年下半年石油与化工行业投资策略

✍ 杨伟

康凯

☎ 021-62580818-319

0755-82485666-6023

✉ yangwei@gtjas.com

kangkai@gtjas.com

本报告导读:

- 技术进步是石油勘探领域不断取得突破的重要因素。在海相成油理论指导下发现的普光气田将从2009年开始为中石化贡献新的利润增量。
- 中石油的回归更加凸现石油板块的重要性
- 国家降低出口退税率对于化工行业是利空，影响主要反映在国内价格上，影响的程度还需要观察
- 推荐符合国家节能减排政策导向、国内市场增长快、成长性好的公司

投资要点:

- 中石化的成长性一直好于投资者的预期。我们认为公司在未来三年仍然可以保持 30% 左右的成长性。
- 近期中石化发生人事变动，我们认为公司的治理结构比较完善，领导团队并没有大的变动，发展战略也不会受到影响；拟增选的董事苏树林先生原任中石油高级副总裁，是从大庆油田成长起来的干部，对石油勘探业务非常熟悉。因此，我们认为中石化未来对勘探领域的投资不会减少。我们对中石化提高原油储采比的前景保持乐观。
- 化工行业 1~5 月份的利润增速较 1~2 月份略有下滑。总体而言，化工行业目前仍处于景气周期的谷峰。由于国家将节能减排工作做为经济结构调整的首要任务和突破口，不断加大执行力度，化工行业中“高耗能、高污染”产品的发展受到遏制，环保成本将明显上升。相关子行业的结构调整将随之加速。
- 继续看好受益于“建筑节能”的双良、万华，按照循环经济模式发展的新疆天业，以及内需高速增长的有机硅、钾肥行业。

细分行业评级

无机品	中性
日用化学用品	增持
氯碱	中性
化肥与农用药剂	中性
精细与专用化学品	增持
轮胎制造业	中性
塑料制品业	中性
炼焦业	增持
原油加工业	增持
橡胶制品业	中性
化肥	增持
有机品	增持

相关报告

氯碱出口退税率下调与近期价格走势分析

(07. 06. 25)

PVC 价格猛涨，优势公司受益明显

(07. 05. 30)

1. 中石化——持续增长、战略持有	4
1.1. 技术进步是石油石化行业持续发展的要求和必要条件	4
1.1.1. 海相成油理论.....	4
1.1.2. 滩涂油田开发.....	4
1.1.3. 以大乙烯项目为代表的部分设备国产化.....	4
1.1.4. 劣质原油加工能力的提升.....	4
1.2. 预计石油加工行业二季度毛利率有所下降.....	5
1.3. 勘探业务主导 2009 年以后中石化的增长.....	6
1.3.1. 我们维持对今年原油均价持略有下降的预期.....	6
1.3.2. 天然气业务是 2009 年以后中石化重要的利润增量来源.....	7
1.4. 炼油业务毛利恢复的进程持续.....	7
1.4.1. 全球炼油毛利.....	7
1.4.2. 成品油价格完全接轨需要时间.....	8
1.4.3. 人民币加速升值对公司明显利好.....	8
1.5. 销售板块利润平稳增长.....	9
1.5.1. 进军香港市场，为进入国际市场做准备.....	9
1.6. 化工业务超预期.....	9
1.6.1. 如何看待石化行业周期.....	9
1.6.2. 化工业务有望继续超预期.....	9
1.7. 维持“中石化”增持评级.....	9
1.7.1. 中石油的回归不是利空.....	9
2. 化工行业——隐忧值得重视、建议个股配置	10
2.1. 行业景气度处于谷峰.....	10
2.2. 固定资产投资保持快速增长.....	11
2.3. 主要产品产量增幅超过需求.....	11
2.4. 产品库存有所增加.....	12
2.5. 2007 年一季度化工行业景气度增加.....	13
2.6. 出口退税率大幅降低指导企业重新建立进出口价格体系.....	13
2.7. 欧盟“REACH”法案从明年开始产生影响.....	13
2.8. 行业配置建议.....	14
3. 化工重点子行业、重点公司分析	14
3.1. 建筑节能主题.....	14
3.1.1. 烟台万华 (600309).....	14
3.1.2. 双良股份 (600481).....	14
3.2. 有机硅行业.....	15
3.2.1. 星新材料.....	15
3.2.2. 新安股份.....	15
3.3. 新疆天业.....	16
3.4. 海油工程.....	16
3.5. 金发科技.....	16
3.6. 钾肥子行业.....	16

3.7. 尿素子行业	17
4. 重要公司评级与国际估值比较	17
4.1. 重点公司评级	17
4.2. 国际估值比较	18
图 1 原油价格近期走势	6
图 2 天然气价格近期走势	7
图 3 全球炼油 321 毛利	7
图 4 新加坡成品油价格走势	8
图 5 国内成品油零售中准价	8
图 6 化学工业综合指标 (2001-2006)	10
图 7 化工行业利润率变化	10
图 8 化工主要子行业固定资产投资增幅	11
图 9 今年以来的尿素出厂价走势	17

1. 中石化——持续增长、战略持有

1.1. 技术进步是石油石化行业持续发展的要求和必要条件

资本和劳动是经济发展的两个车轮。进入电子时代以来，技术进步对经济发展的重要性逐渐被公认。20世纪90年代以来，制度变迁对经济发展的促进作用被经济学家更深入的发掘出来。石油石化行业是高度资金密集、技术密集的产业。自主创新取得的技术进步是国内石油石化行业发展的根本动力。

技术进步是石油石化行业持续发展的要求和必要条件。

1.1.1. 海相成油理论

20世纪60年代以来，“陆相成油理论”指导发现了大庆油田、胜利油田等大型油田，奠定了中国石油石化工业的基础。油气资源需要持续发现采能保持储采比不会下降。海相碳酸盐岩是一个重要的勘探领域。在四川盆地，历经50多年的多轮勘探，已是一个勘探程度较高的区域。中石化于1999年提出并确定了“稳定东部、发展西部、准备南方、开拓海外”的资源发展战略，将关注的目光投向南方海相，把南方海相作为下一步资源接替的重要领域。

中国石化南方海相的勘探者们依据新的理论认识，勇于在“低点”部署井位，取得重大突破。目前，中石化在向川西、湖北两个方向延伸“海相理论”指导下的勘探工作。

1.1.2. 滩涂油田开发

以南堡油田为代表的滩涂油田，是我国近年来又一个重大的油气发现。这些油田水深在5米左右，属于极浅海海域。胜利油田围绕新型高效的平台技术、配套的生产工艺技术及装备、适合于滩海特殊环境的施工装备与技术等三个方面展开了系列攻关。胜利滩海工程关键技术为埕岛油田连续8年原油产量稳定在200万吨以上提供了有力的技术支撑，为“东部硬稳定”作出了重要贡献，为滩浅海地区的石油开发探索出了一套低成本、高效益的开发工程模式。

1.1.3. 以大乙烯项目为代表的部分设备国产化

今年1到4月，石油与天然气开采业产值略有下降，精炼石油产品制造业、化学工业和专用设备制造业都是高速发展，1到4月累计产值同比分别增长16.1%、31.7%、54.6%。石油和化学行业内的专用设备制造业无疑是增长最快的品种，而且将持续5年或者更久，理由是中国石化产业的高速发展还会持续相当长的时间，仅仅进口替代，我们要走的路就很长。

中石化、中石油已经与沈阳鼓风机集团进行股权合作。我们相信，国内企业能够在鼓风机、空冷器以及进一步的压缩机领域取得重大进展。

1.1.4. 劣质原油加工能力的提升

2003年以来的原油价格飙升，给中国炼油业带来巨大的挑战。扩大高硫原油、重质原油等劣质原油的加工能力，是炼厂应对高油价，降低成本最有效的途径。目前中石化系统沿海的六大炼厂，包括高桥、金山、镇海、福建、广州、茂名等地，高硫原油加工能力已经占到综合炼油能力的70%左右。

1.2. 预计石油加工行业二季度毛利率有所下降

表 1、2007 年 1-2 月石化行业收入、利润、成本增长情况 (亿元)

	利润总额	同比%	主营收入	同比%	主营成本	同比%
石油和化学工业合计	8234	24.6	6775	21.68	5395	20.88
石化板块	634	13.42	3314	12.0	2419	9.96
天然原油和天然气开采	491	-18.57	1098	1.5	493	30.42
炼油	138	404.8	2164	17.2	1884	4.68

数据来源：石化工业协会

二季度炼油业毛利率水平环比有所下降。

根据国家统计局 1~5 月份规模以上工业企业利润数据,石油加工及炼焦行业 1~5 月份利润达到 343 亿元,环比略有下降。由于没有拆细的石油加工与炼焦子行业数据,我们分别定性分析两个子行业的盈利变动趋势。焦炭价格自二季度以来保持升势,而焦煤涨幅相对较小,炼焦行业的利润环比是增加的。成品油价格没有变化,但原油自 5 月份以来涨幅较大,因此,炼油行业的毛利率水平环比应该是下降的。

表 2、2007 年 1-5 月主要化工产品生产及消费情况 (万吨、万条)

	单位	1~5 月累计	
		累计	同比
天然原油	万吨	7750	1.6
天然气	亿立方米	275.8	16.1
原油加工量	万吨	13279.1	6.5
成品油	万吨	7923.3	6.1
汽油	万吨	2474.1	7.1
煤油	万吨	452	11.7
柴油	万吨	4997.3	5.2
润滑油	万吨	256.2	4.8
燃料油	万吨	869.9	0.5
石油沥青	万吨	563.9	16
液化石油气	万吨	798.7	6.2
乙烯	万吨	439.1	18.7
纯苯	万吨	183.1	28.2

数据来源：石化工业协会

1-5 月份天然气产量增速放大,原油加工量恢复,部分弥补炼油毛利率下降带来的利润损失。

从表 2 来看,1-5 月份天然气产量增速放大。原油加工量也在恢复。加工量的增加可以部分弥补毛利率下降带来的利润损失。煤油产量在成品油中增速最快,这与今年以来航空公司上座率提高、航空运输行业好转的趋势是吻合的。纯苯量价齐升,更加印证了我们一直以来对芳烃产业链的推荐。

1.3. 勘探业务主导 2009 年以后中石化的增长

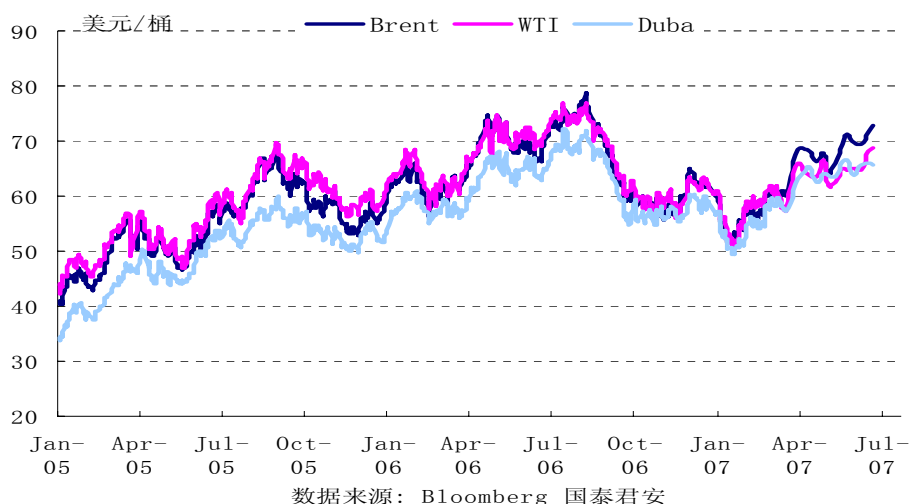
1.3.1. 我们维持对今年原油均价略有下降的预期

目前，对油价影响最大的仍然是以 OPEC 和俄罗斯为主的石油出口国和美国、中国、印度等进口量或进口增量较大的国家。OPEC 在 2005、2006 年以炼油产能不足是造成原油价格走高的原因维持着油价的上涨。2007 年初油价出现向下破位的迹象后，OPEC 立即减产。目前，美国、欧盟、中国等石油消费大国都在大力发展可再生能源，如生物能源、太阳能、风能。特别是燃料乙醇的发展速度非常快，已经将玉米价格推到令生物化工产业难以承受的高点。OPEC 以可再生能源的发展有可能在未来损害采油领域的投资为由不愿意增产。在对美国本土石油生产影响最大的墨西哥湾飓风最活跃的三季度，恶劣气候和持续紧张的伊朗核问题都可能把油价再次推向去年的高位。

5 月份以来油价再度走强。高硫原油的代表迪拜原油与布伦特的价差一度为缩减到 2 美元/桶，说明采购高硫原油降低成本的空间已经很小。加工重质原油是炼油技术的发展方向。

图 1 原油价格近期走势

预计油价长期向上，但今年原油均价应略有下降。



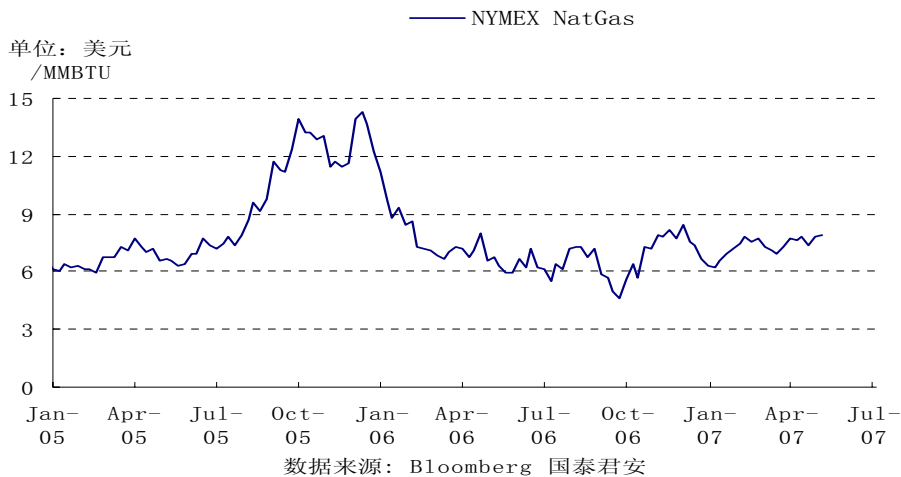
我们判断油价长期而言是向上的。就未来 1-2 年的短期而言，油价也是在 50~70 美元/桶区间波动的概率比较大。不确定性较大的是未来 3-5 年的中期。对于今年的油价的预期，我们维持同比略有下降的判断。

1 季度，中石化勘探及开采板块利润 112.37 亿元。原油实现价格为 2583 元/吨，比 2006 年均价 3195 元/吨下降 19.15%；天然气实现价格为 799 元/吨，比 2006 年均价 794 元/吨上升 0.63%。自 2006 年以来，中石化原油基准油改为杜里油。1 季度公司上缴的石油特别收益金约 12 亿元。2006 年 12 月到 2007 年 2 月，OPEC 一揽子油价均价为 54.37 美元/桶，2007 年 3 月至 5 月，OPEC 一揽子油价均价为 62.07 美元/桶。我们估计上半年中石化上缴的石油特别收益金约为 33 亿元。

1.3.2. 天然气业务是 2009 年以后中石化重要的利润增量来源

图 2 天然气价格近期走势

天然气井口价格有望提高。



天然气加工近期走势平稳。至 2009 年，中石化除普光气田之外的天然气年产量达到 80 亿立方以上，普光气田有望实现 100 亿立方产量。按照发改委对天然气价格的指导政策，到 2009 年，天然气井口价格有望提高到 1 元/立方，增厚 EPS 约 0.12 元~0.15 元。

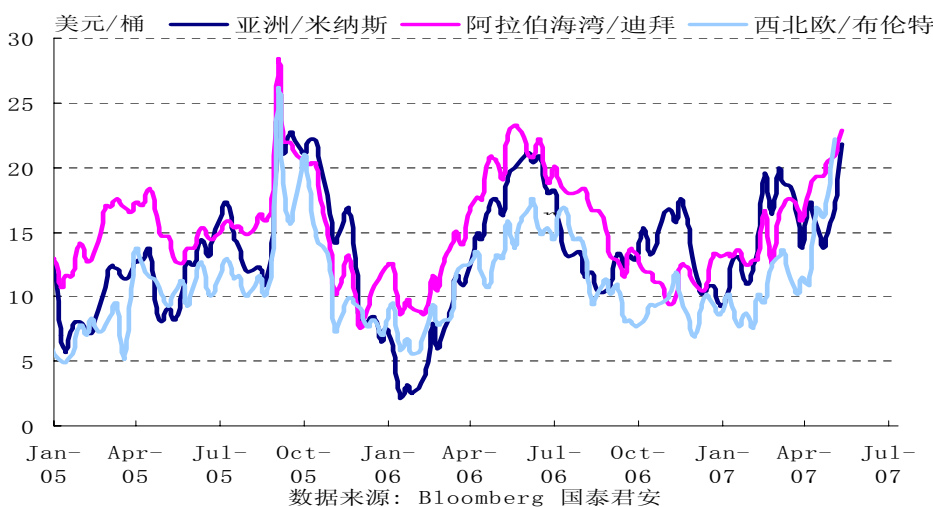
1.4. 炼油业务毛利恢复的进程持续

1.4.1. 全球炼油毛利

全球炼油行业景气度又回升到 2006 年二季度的高点。中石化的炼油毛利 1 月份最好，也只是与全球水平基本相当。

图 3 全球炼油 321 毛利

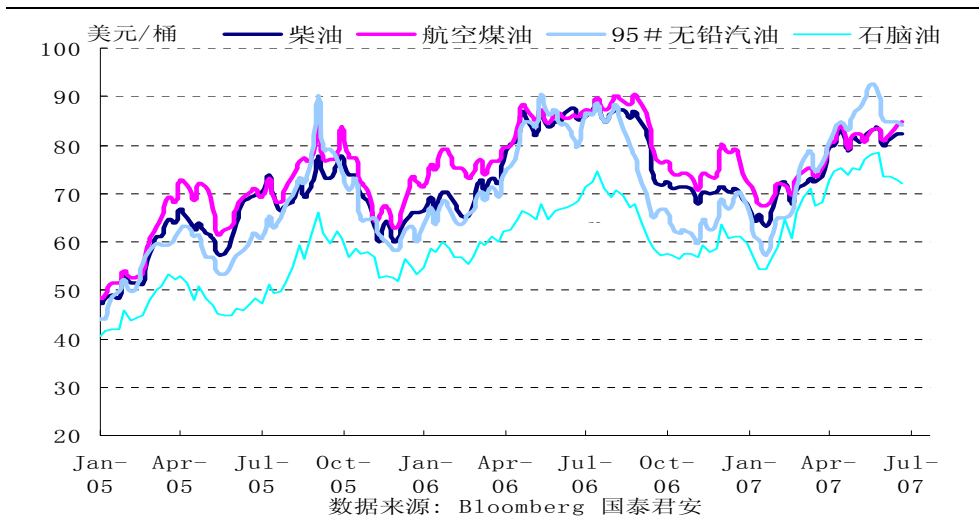
炼油毛利业务有所恢复。



新加坡汽油价格上升较快，反映了夏季汽油消费高峰的季节性特点。石脑油价格

涨幅有限，而且前期烯烃价格有所松动，说明石化产品无力承受更高的石脑油价格。

图 4 新加坡成品油价格走势

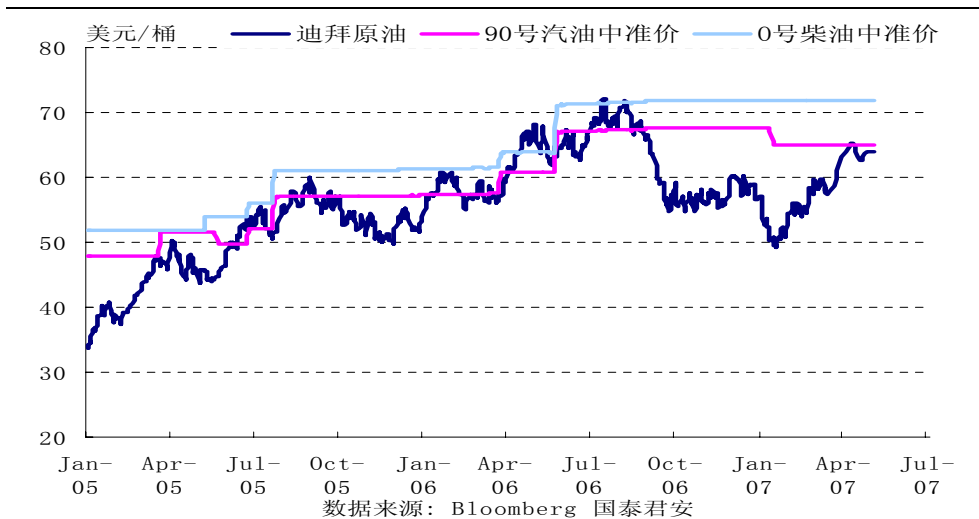


1.4.2. 成品油价格完全接轨需要时间

我国今年上半年成品油价格调整幅度较小。生产商与消费者对目前的产品价格都能够接受。下半年，燃油税改革有望再向前推动，不过年内实施的可能性很小。由于上半年粮食价格上涨较快，CPI 指数超过了今年的调控目标，成品油价格向上提升的难度加大了。我们判断成品油定价的完全市场化要持续到 2009 年。

成品油价格短期内难以提升。

图 5 国内成品油零售中准价



1.4.3. 人民币加速升值对公司明显利好

二季度，人民币对美元加速升值。人民币对美元的汇率在 2007 年 4 月 30 日突破 7.71，到 6 月 29 日达到 7.6155，2 个月降幅达到 1.23%。4 月份，中国原油单月进口 1481 万吨，同比增长 23.2%。5 月份单月进口原油 620 万吨。1~5 月份累计进口原油 6066 万吨，同比增长 9.6%。4、5 月份人民币升值节约的原油采购成本

人民币升值节约采购成本。

约 7 亿元。

1.5. 销售板块利润平稳增长

销售板块一直是平稳增长。它的增长既来自于随国民经济增长而同步的成品油需求的增长，也来自于物流配送等后勤成本的降低。中石化近年来陆续建成了沿江、沿海、甬沪宁等管道。截至去年年底，中国石化集团 40% 的原油加工总量由管道公司负责管输。17 家炼化企业接受管输油。我们认为销售板块利润增长 7~8% 是常态。

1.5.1. 进军香港市场，为进入国际市场做准备

中国大部分的炼厂新增产能都在沿海区域，运输条件好。目前国内成品油出口首先要保证国内供应。随着国内产能的增加，充分利用国际市场有利于实现企业和股东利润的最大化。香港成品油市场国际化程度很高，壳牌、埃克森美孚、雪佛龙德士古等西方石油公司占据加油站零售市场的 94%、常规柴油市场的 70%、航煤市场的 60%、燃料油市场的 40%。收购“华润系”的油气业务后，中石化在香港已拥有 2 座油库、34 座油气站，在香港成品油市场将占据重要地位。

1.6. 化工业务超预期

1.6.1. 如何看待石化行业周期

全球石化行业完全跳出了从 1990 年代开始的三次景气周期。这既有经济增长长周期的影响，有油价上涨的影响，以及炼油、乙烯产能延迟投放的作用。从目前来看，如果中东的新增产能在 2009 年能够释放，石化产品价格、特别是烯烃价格，会有较大的波动。但是对景气周期谷底的担心又会导致新增产能继续的延迟投放，从而使过去的短周期拉长。

1.6.2. 化工业务有望继续超预期

中石化 2006 年乙烯产量为 616 万吨，2007 年计划产量 645 万吨，增长 4.7%。1 季度化工板块实现利润 58.17 亿元。成立销售公司后，中石化旗下原来分散销售的化工产品现在实现了集中销售，利润空间显著提升。二季度芳烃链产品量价齐升，聚乙烯、聚丙烯价格没有大的波动，但石脑油价格上升明显。我们认为二季度化工板块盈利将略低于 1 季度。

1.7. 维持“中石化”增持评级

基于成品油定价市场化的延续到 2009 年、人民币快速升值、2008 年两税同一公司税负下降、普光气田逐步投产、化工板块超预期这五项原因，我们认为中石化能够持续 30% 左右的增长速度。公司目前的估值仍处于市场低端。我们预测公司二季度业绩环比有所下降，建议平配。

1.7.1. 中石油的回归不是利空

中石油已经聘请了瑞银证券作为其 A 股 IPO 的承销商，回归 A 股的进度可能加快。中海油将跻身第一批回归 A 股的红筹股。我们认为，三家石油公司若都回到

石化周期有望进一步延长。

预计中石化能够维持 30% 的增速。

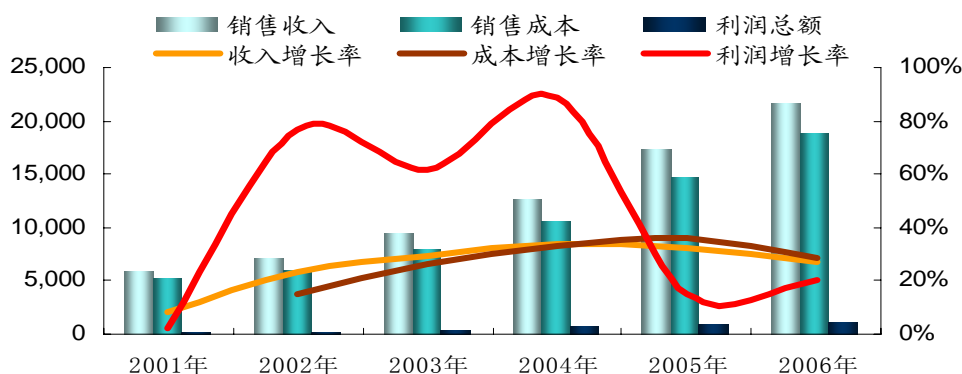
A 股市场，将形成一个仅次于金融板块的石油板块。

中石油、中石化、中海油的目标都是要做上中下游一体化的能源与化工产品提供商。三家公司的业务构成还是有很大不同。中海油的下游业务目前还比较薄弱。中石化、中海油的组合既能够享受到油价上升阶段的高额回报，也能平滑油价下跌带来的利润波动。我们认为这一组合对于中石油的优势是它的长期成长性优于中石油。选择中石化、中海油组合与选择中石油在操作上的不同在于：选择前者，需要根据油价的变化调整中石化与中海油的比例，我们的建议是 70 美元/桶上方全配中海油，55 美元/桶下方全配中石化；选择中石油，需要根据对油价的预判增持或者减持。

2. 化工行业——隐忧值得重视、建议个股配置

2.1. 行业景气度处于谷峰

图 6 化学工业综合指标 (2001-2006)

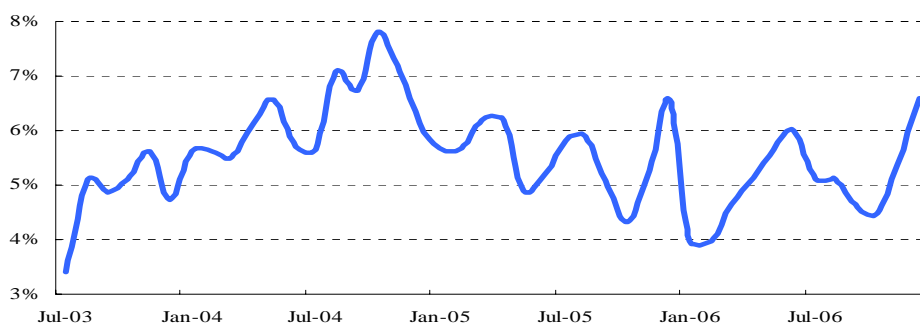


数据来源：石化工业协会

化工行业利润增速放缓，未来走势有待观察。

2006 年化工行业实现利润总额 1,113 亿元，同比增长 20.3%，高于 2005 年 15% 增幅，但低于 2002-2004 年高峰时期 60% 增速。高成本和基数变大是主要因素。预计化工行业将延续产量上升、利润放缓的趋势。由于整体来看下游需求增速不及产能扩张速度，未来长期走势仍有待观察。

图 7 化工行业利润率变化

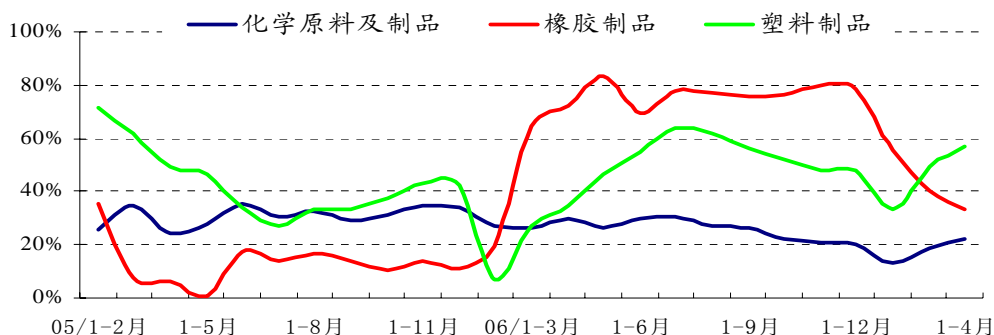


数据来源：石化工业协会

化工行业利润率总体而言保持在5~6%的水平。新增产能的投放对利润率的影响非常大。7月1日开始实施的新的出口退税政策对行业的不利影响正在体现之中。

2.2. 固定资产投资保持快速增长

图 8 化工主要子行业固定资产投资增幅



数据来源：石化工业协会

07年1-4月份化工行业固定资产投资继续保持20%以上的快速增长。如此快速的固定资产投资规模，为明后年大量新增项目的开工埋下了伏笔。

行业固定资产投资继续保持20%以上增长。

表 3、2007年1~4月化工行业固定资产投资额及实际完成情况 (亿元)

	计划投资	同比增长	实际完成	同比增长
石油和化学工业合计	10978	24.18%	1328	20.10%
化学工业	6206	24.07%	737	24.09%
其中：化学矿业	75	25.74%	7	80.74%
基础化学原料制造业	3089	40.46%	257	33.84%
化学肥料制造业	764	8.27%	100	-5.67%
化学农药制造业	104	34.92%	20	30.16%
涂料、油墨、颜料	172	37.52%	34	51.49%
合成材料制造业	653	-26.75%	79	-13.15%
专用化学品制造业	667	49.47%	125	56.58%
橡胶制品业	597	39.33%	98	33.62%

数据来源：石化工业协会

2.3. 主要产品产量增幅超过需求

表 4、2006年主要化工产品生产及消费情况 (万吨、万条)

	产量	同比	表观消费量	同比
烧碱	1151	19.0%	1381	16.1%
纯碱	1597	10.8%	1430	11.9%
精甲醇	762	34.0%	856	22.4%
化肥 (折纯)	5304	14.2%	5671	9.4%
尿素	2232	13.3%	2171	14.2%

磷肥	1226	16.5%	1244	11.7%
钾肥	208	18.5%	—	—
农药(折纯)	129	20.2%	—	—
轮胎外胎	43318	15.0%	17317	11.2%
子午胎	17859	26.7%	—	—
染料	128	11.5%	119	9.3%
PVC	823	23.3%	919	13.4%

数据来源：石化工业协会

部分大宗产品产量超过表观消费量。

烧碱、甲醇、磷肥、轮胎、PVC 等产品在 2006 年的产量增幅均超过了表观消费量增幅。

表 5、2007 年 1-5 月主要化工产品生产及消费情况(万吨、万条)

	5 月产量	同比	1~5 月累计产量	同比
烧碱	142.4	11.1%	688	15%
纯碱	137.7	9.3%	692.7	10.3%
精甲醇	75.6	31.3%	388.6	40.6%
化肥(折纯)	511.4	13.8%	2357.4	14.6%
尿素	213	15.5%	1028.8	15.2%
磷肥	120.4	20.9%	529	12.8%
钾肥	28.2	13.1%	82.4	24.1%
农药(折纯)	17.7	26.7%	69.6	25%
轮胎外胎	4694	41.4%	20053.5	24.9%
子午胎	2208.7	55.5%	9034.3	39.4%
染料	11.8	16.7%	50.9	15.3%
PVC	78.1	17.5%	375.6	22%

数据来源：石化工业协会

2007 年前 5 个月延续了 2006 年的增速。精甲醇、轮胎外胎的增长速更高。

2.4. 产品库存有所增加

表 6、2007 年 1 季度主要化工产品销售与库存(万吨、万条)

	2007Q1 销售量	产销率%	库存增减%
天然原油	4493.8	100.8	-0.1
汽油	1380.4	99.9	2.1
柴油	2909.8	99.9	2.2
燃料油	405.6	101.3	-8.2
塑料树脂	702.9	98.4	19.4
烧碱(折纯)	368.4	98.7	16.5
纯碱	400.5	98.6	21.6
化肥(折纯)	1332.8	101.7	-11
尿素	605.9	99.3	5.2
钾肥(折纯)	54.7	179.3	-60.4

化学农药	32.8	97	20.4
染料	28	102.8	-3.9
原盐	1065.8	135.8	-35.2
轮胎外胎	11541.8	104.3	-5.8

数据来源：石化工业协会

石化产品库存水平始终较低。考虑到 2 季度多数化工产品进入旺季，1 季度末库存增加合理，反映了行业景气度在增加。

原盐价格下降是 2006 年年末以来的纯碱和今年 5 月份以来的烧碱两大无机化工子行业景气上升的重要原因。原盐库存减少显著，说明盐价继续下行的空间已经很小。由于进口海盐的竞争，我们对两碱行业的景气度还保持比较乐观的判断。由于两碱的出口退税率一次性降到 0，产品价格必然有所波动，未来的盐价走势值得关注。

产品库存增加合理，
行业景气度还在持续。

2.5. 2007 年一季度化工行业景气度增加

表 7、2007 年 1-2 月化工子行业收入、利润、成本增长情况（亿元）

	主营收入	同比	主营成本	同比	利润总额	同比
化学工业	3460	32.6%	2975	31.5%	102	85.7%
化学矿	13.9	24.2%	9.4	32.5%	1.5	0.19%
基础化工 原料	932	33.3%	789	27.6%	62.9	207%
化肥	426	27.5%	191	24%	22.5	61.4%
农药	101	22.4%	85	21.7%	5.3	53.4%
染料、涂料	281	33.4%	233	34.2%	15.9	49.8%
合成材料	580	35.5%	526	35.6%	18.4	50.4%
专用化学品	681	36.5%	583	37.4%	43	57.5%
橡胶制品	409	29.1%	170	31.3%	18	64.9%

数据来源：石化工业协会

2.6. 出口退税率大幅降低指导企业重新建立进出口价格体系

调减部分化工产品的出口退税率，是国家节能减排政策下对于“高耗能、高污染”产品的进一步限制措施。调减目录涉及到的化工产品，例如两碱、PVC，是中国具有比较优势的产品。国外这些产品新增产能较少，中国的出口是目前阶段产业分工结果。新的出口退税下，相关产品的出口只会暂时性减少。企业如何重建进出口价格体系，与国外客户共同承担利润损失是目前的主要任务。

部分化工品出口退税率下调和欧盟“REACH”法案对行业格局有长期影响。

2.7. 欧盟“REACH”法案从明年开始产生影响

欧盟“REACH”法案为中国企业进入欧盟市场设置了技术标准与费用的双重壁垒。在相关化学品注册、申报的过程中，企业专有技术泄密的可能性大大提高。总体

而言，这一法案对于想进入欧盟市场的化学制药中间体、染料、涂料等精细化工企业打击非常大。国内的德美化工、传化股份，由于主要满足内需，目前来看受到的影响并不大。

2.8. 行业配置建议

我们认为化工行业目前盈利情况仍然比较乐观，但一些不利因素目前正在显现。从长期来看，环保标准的执行力度将上升，企业的投资加大 10% 到 50% 不等。因此，我们建议该板块的配置以平配为主。继续看好受益于“建筑节能”的烟台万华（600309）、双良股份（600481），按照循环经济模式发展的新疆天业（600075），以及内需高速增长的有机硅、钾肥行业。

建议平配基础化工行业，更多从个股选择考虑。

3. 化工重点子行业、重点公司分析

3.1. 建筑节能主题

3.1.1. 烟台万华（600309）

宁波工厂已经正常生产，月生产能力最高已达 17000 吨。2007 年仍是公司的投入年，计划技改完成 16 改 24 万吨/年生产线，产能保持继续扩张，带动公司业绩稳定增长。公司已通过管理层间接持股开始了实施股权激励方案的第一步，预计未来还会有进一步举动。这将对公司未来留住和吸引人才，解决公司治理结构的长治久安，增强企业凝聚力和透明度上大有裨益。

公司是首批自主创新型试点企业，预计包括税收优惠、研发费用抵免税收等多方面优惠政策将陆续得到落实。在目前市场大势蒸蒸日上，整体估值水平上移的情况下，公司作为国内为数不多的，具备核心技术垄断优势的企业，理应享受更高的溢价。

烟台万华的增长还将持续。

我国每年新建建筑在 20 亿平方米左右，其中城镇新建建筑为 10 亿平米。到 2010 年，新建建筑中需要进行外墙外保温处理的建筑将占到总建筑量的 75% 左右。

2005 年我国聚氨酯建筑节能面积约在 200 万平方米左右，占市场总量的 2% 左右。预计 2010 年聚氨酯在建筑节能市场占有率将超过 30%，聚氨酯建筑节能面积将达到 3 亿平方米以上，因而增加的聚合 MDI 需求量超过 10 万吨。

我们暂不调整对公司 07 年、08 年 EPS1.10 元和 1.40 元的盈利预测，鉴于产品售价实际要高于我们的预测，因此实际业绩肯定会超出之前的预期，待半年报出台后再做调整。现在做投资建议真是个令人棘手的事情，不过抛开具体的股价，立足于企业的长期发展来看，我们仍旧建议“增持”，长期目标价 56 元。

3.1.2. 双良股份（600481）

公司主要从事两块业务：溴化锂吸收式中央空调以及延伸的换热器、空冷器等机械业务，和苯乙烯苯胺业务。这两块业务都是服务于节能主题。公司从制造中央空调的技术出发，延伸产品线，已经成功进入换热器、空冷器领域。换热器在石化、钢铁领域市场前景很广泛。公司一旦积累较多的技术经验，进入石化装备国

产化的序列，回报将显著高于目前的空调业务。空冷器是沿海和西部缺水地区电厂水冷塔的替代产品，市场前景也很宽广。

苯乙烯、苯胺业务都在公司享有 60% 权益的控股子公司利士德里。利士德做为中外合资企业，2007、2008 两年享受免税政策优惠。2006 年四季度双苯业务盈利超预期，2007 年一季度又落入谷底。我们认为公司的产业链虽然短，但产品的市场需求旺盛，价差稳定，乙烯、苯的供应稳定，可发泡聚苯乙烯的市场将随着国家推进建筑节能工作迅速扩大，对于原料供应风险的过分担忧是没有必要的。

双良股份的两大核心业务结合“节能”主题，目前估值水平尚低。

公司今年将新建一套 21 万吨苯乙烯装置，2008 年年初完工。由于公司已经在 2006 年 6 月顺利完成了第一套苯乙烯装置的开车，本次扩建是对原装备的复制，风险非常小。基于对苯乙烯业务前景的判断，而且换热器、空冷器新业务值得期待，我们认为公司在未来三年实现 40~50% 的持续增长可能性较大。我们预测公司今年每股收益约在 0.50~0.55 元，目前的估值水平还没有充分反映对 2007 年业绩的预期，给予“增持”评级。

3.2. 有机硅行业

我国对有机硅需求未来仍将以每年 15% 左右的速度递增。国内有机硅单体价格受需求的支撑一段时间内将不会大幅下跌。尽快的掌握有机硅下游深加工技术是我国有机硅生产企业未来发展壮大的关键。行业中两家重点公司：星新材料与新安股份，有着不同的发展模式。

3.2.1. 星新材料（600299）

星新材料加上罗地亚的有机硅单体生产能力上升到全球第三。新建 10 万吨有机硅单体装置 2007 年 4 月正常开车，产能的及时扩张使公司赶上了盈利的好时机。此次定向增发注入资产体现了集团打造公司作为整合化工新材料业务的平台，逐步实现整体上市的意图。集团承诺未来将罗地亚有机硅资产注入上市公司带来了市场对公司未来有机硅业务尤其是下游应用技术发展的良好预期。如何整合罗地亚的有机硅业务，特别是在下游业务上取得突破，是公司在 2009 年以后发展的关键。星新材料另外两条产品线——苯酚丙酮系列与工程塑料系列，今年都会有显著的改善。

有机硅行业正处于上升期，两家企业各有特色。

3.2.2. 新安股份（600596）

新安股份与迈图（原 GE 有机硅）的合资合作，将提高公司的单体合成技术水平。由于 10 万吨新有机硅装置本身具有的复杂性，正常生产的时间可能比预期晚。公司草甘膦和有机硅单体的大循环生产体系可降低生产成本，毛利率高于行业平均水平。公司下游产品开发能力在国内比较突出。现有高温胶产能 2 万吨/年，规划建设 1 万吨/年氯硅烷及 800 吨/年白炭黑项目，未来还将延伸至室温胶、硅油、硅烷偶联剂等产品。江南化工 5 万吨/年草甘膦项目建成后公司草甘膦产能将达到 10 万吨，进一步巩固行业龙头地位。建议“谨慎增持”。

3.3. 新疆天业 (600075)

西部氯碱企业成本优势突出，首选新疆天业。

我们在近期的两篇氯碱行业报告中已经把新疆天业做为行业首选公司推荐。我们在此强调的是新疆天业集团用“循环经济”的模式，实现了新疆由资源优势向产业优势的转变。这一模式通过煤、电厂、电石、PVC、水泥、节水器材的联动发展，特别是解决了电石生产过程中的废气、飞尘以及电石水合后留下的电石渣，从而解决了污染的问题。维持“增持”评级。

3.4. 海油工程 (600583)

中石油冀东南堡油田的发现对于中海油在渤海海域的勘探工作的激励作用不言而喻。中海油进入深海领域的进度有望加快，相应的中海油海油工程公司也必须加快进入深海的技术储备。

在真正进入深海之前，通过输出管理，海工可以在不影响海上作业能力的前提下拓展路上业务。2006年公司的两个海外项目收益超预期，对整体毛利率的提升有促进。今年公司在海外项目上继续有进展。

我们认为公司长期持续增长的趋势没有任何变化。新的浅水铺管船在2009年初下水的机会较大，2007、2008年是公司在目前的平台上夯实基础的两年。我们对于公司2010年后的发展前景很乐观，认为目前的估值没有反映公司的管理能力的溢价，给予“增持”评级。

3.5. 金发科技 (600143)

金发科技通过增发预案，新增项目可望08年开始贡献利润。

国内改性塑料行业龙头企业，拥有规模、研发、服务等综合优势，对下游议价能力较强；改性塑料需求保持10%以上年增长率，汽车、IT、电动工具等新领域销售增长明显；在广州建设第四期生产基地，计划在未来5年新增110条产品线，保持每年产销量25%以上增长。公司自2006年以来的快速发展主要得益于股权激励体制激发了成员的工作热情。证监会已经初步审核通过公司公开增发意向。募投资用途包括其年产10万吨汽车用聚丙烯技术改造项目，对上海金发科技发展有限公司增资2亿元，年产3万吨通用聚氯乙烯高性能化技术改造项目，年产2.5万吨改性聚苯醚技术改造项目，年产5000吨完全生物降解塑料技术改造项目。我们对募投项目从明年开始贡献利润比较乐观。由于今年股权激励摊消费用减少每股收益约0.25元，公司今年的每股收益预期在0.70~0.75元。给予“谨慎增持”评级。

钾肥是资源垄断型行业首选。

3.6. 钾肥子行业

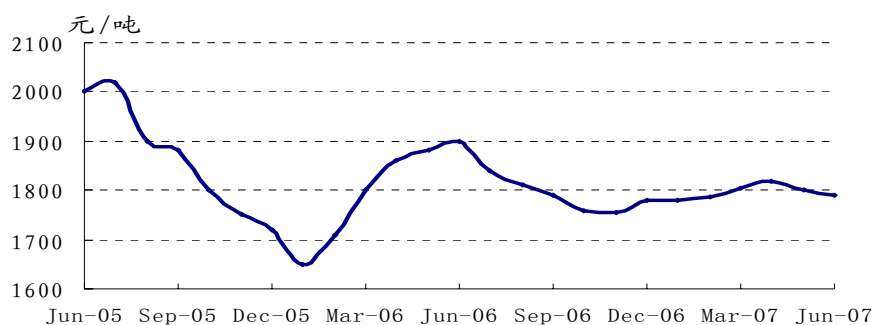
2007年1季度，钾肥产销率是各子行业中最高的，库存下降也最快。由于中国主要进口商之一、于全球最大的俄罗斯Uralkaly钾矿被淹，产量降低，钾盐价格还有进一步上升的空间。国内目前除青海的盐湖钾肥外，中信国安、冠农股份分别控股、参股了另外两个钾肥项目。钾肥子行业是资源垄断型，**盐湖钾肥(000792)**增长的确性较大，但是超预期的可能性较小。

3.7. 尿素子行业

尿素子行业涉及的上市公司较多，包括云天化、柳化股份、华鲁恒升、湖北宜化、四川美丰等等。2007 年氮肥行业最为关注的问题无疑是化肥流通体制改革的进度。化肥产业完全市场化后，尿素企业将面临更大的成本压力，市场竞争更加激烈。气头尿素的风险在于成本的不可控。采用新型洁净煤气化技术可以用廉价低质煤代替高价无烟煤生产合成氨，并大幅降低生产耗电量，仅耗电一项吨氨成本可降低 200 元，折成尿素吨成本下降 114 元。

图 9 今年以来的尿素出厂价走势

尿素面临的成本扩产压力较大，建议谨慎。



数据来源：石化协会 国泰君安

数据来源：中国资讯网

今年尿素价格走势并不很乐观。上市公司中我们推荐湖北宜化 (00422)，公司未来三年持续增长确定性较大，估值有吸引力，给予“谨慎增持”评级。

4. 重要公司评级与国际估值比较

4.1. 重点公司评级

公司名称	价格 (7月3日)	20日涨跌幅%	PB	07EPS (元)	8EPS (元)	07PE	8PE	流通A股 (万股)	流通市值 (亿元)	投资建议
中石化 (600028)	13.67	(4.90)	4.27	0.82	1.05	16.67	13.02	358400	490	增持
烟台万华 (600309)	52.27	23.95	21.87	1.10	1.40	47.52	37.34	58816	307	增持
双良股份 (600481)	15.69	33.14	5.03	0.50	0.75	31.38	20.92	10400	16	增持
星新材料 (600299)	47.36	17.49	13.69	1.10	1.55	43.05	30.55	15600	74	谨慎增持
新安股份 (600596)	43.00	8.64	9.62	1.30	1.60	33.08	26.88	19674	85	谨慎增持
海油工程 (600583)	36.14	(1.53)	9.39	1.04	1.38	34.69	26.28	47555	172	增持
新疆天业 (600075)	16.34	22.03	5.36	0.65	0.85	25.14	19.22	24883	41	增持
金发科技 (600143)	40.10	21.88	20.89	0.75	1.10	53.47	36.45	26863	108	谨慎增持
盐湖钾肥 (000792)	44.35	10.90	15.03	1.30	1.65	34.12	26.88	33600	149	谨慎增持
湖北宜化 (000422)	14.00	14.80	4.94	0.62	0.79	22.58	17.72	48158	67	谨慎增持

4.2. 国际估值比较

公司名称 (国际)	05PE	06PE	07PE	PB	EV/EBITDA	市场表现(07-6-21)			
						1W	1M	3M	6M
石油石化									
中石化H	9.3	8.6	8.1	1.7	6.5	-4.0%	12.6%	-9.6%	0.0%
中海油H	10.4	9.1	10.1	3.6	6.2	-1.6%	19.0%	-1.6%	4.2%
中石油H	11.5	9.9	10.1	3.0	6.4	-1.2%	19.0%	0.0%	21.6%
BP	11.5	11.0	10.5	3.0	6.5	-0.1%	10.4%	-6.0%	-1.1%
雪佛龙德士古	9.2	8.2	8.4	2.2	4.8	1.5%	12.3%	10.5%	7.6%
埃克森美孚	11.5	10.5	10.6	3.5	5.9	0.9%	10.8%	4.1%	5.1%
壳牌	8.8	9.6	10.1	2.4	4.9	-0.3%	10.5%	-1.7%	0.7%
中值	10.4	9.6	10.1	3.0	6.2	-0.3%	12.3%	-1.6%	4.2%
综合油气	8.7	9.0		2.5		1.9%	5.4%	-0.9%	5.7%
石油化工									
巴斯夫	10.2	9.7	9.6	1.8	3.7	-1.8%	3.8%	-4.4%	-2.0%
道化学	8.6	8.0	8.3	2.2	6.0	-4.1%	-2.0%	-8.0%	-14.8%
伊士曼	8.1	10.3	10.9	2.5	5.2	-3.7%	0.4%	1.0%	-0.1%
莱昂德尔	8.2	6.8	8.0	1.7	5.8	-3.2%	1.9%	5.1%	-10.2%
台塑	7.5	7.9	7.8	1.7	—	-1.7%	-0.2%	-10.9%	-12.4%
台化	9.7	10.3	9.4	2.6	—	-2.2%	4.9%	3.5%	6.5%
中值	8.4	8.8	8.9	2.0	5.5	-2.7%	1.2%	-1.7%	-6.1%
综合化工	13.9	12.3		2.9		1.0%	4.5%	9.9%	2.3%
化肥									
Potash	17.5	16.0	13.9	3.9	10.0	3.9%	6.0%	-4.8%	0.9%
Agrium	15.5	15.4	15.2	2.6	6.8	1.0%	5.6%	-11.3%	-1.0%
美盛	43.7	58.0	12.5	1.6	10.6	-0.7%	3.2%	4.9%	-1.7%
Terra Industries		40.2	80.4	1.3	8.0	3.2%	0.6%	-11.1%	0.5%
Bunge	16.3	14.1	12.2	1.4	11.2	0.8%	-2.9%	-5.1%	-11.9%
ICL	12.4	11.8	11.0	3.4	8.1	-3.2%	-1.9%	3.4%	-3.6%
中值	16.3	15.7	13.2	2.1	9.1	0.9%	1.9%	-4.9%	-1.4%
化肥农药	35.6	28.6		3.8		-2.7%	3.8%	10.2%	10.2%
精细化工									
德高莎	—	20.4	19.5	2.2	8.2	-0.9%	1.2%	0.1%	6.2%
汽巴精化	—	12.8	11.9	—	—	-0.2%	2.0%	-13.1%	-18.3%
克莱恩	19.0	10.1	8.6	1.4	7.5	-4.0%	0.9%	-11.8%	-12.3%
帝斯曼	11.3	11.0	11.0	1.2	5.8	-0.4%	7.0%	-6.7%	-5.6%
罗门哈斯	14.4	14.1	13.3	2.6	7.8	-5.1%	2.2%	-6.7%	0.4%
关西涂料	24.3	16.7	15.1	1.7	14.2	-5.4%	-9.7%	-26.0%	-27.3%
东洋油墨	22.9	17.4	15.9	1.0	—	-4.6%	-1.1%	-23.5%	-23.8%

数据来源: 国泰君安研究所, Bloomberg

作者简介:

杨伟: 2000年3月毕业于浙江大学, 工学硕士。先后任职于中石化上海石油化工研究院、华夏证券研究所、中信建投证券研究发展部、国泰君安证券研究所, 现任国泰君安证券研究所石油石化行业分析师。

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com