

静观其变 价值投资 个股机会

- ◆ 报告起因：对明年行业进行展望，把握投资机会
- ◆ 潜在催化因素：大宗商品走强，国内产业整合加速

◆ 全球宏观经济形势和化工行业自身周期位置决定了目前没有系统性投资机会。

我们宏观研究对2009、2010年看淡欧美日的经济增长，相对看好美元走势，看淡大宗商品，看好中国经济。化工行业重资产、强周期、行业和公司差别巨大、盈利能力和大宗商品密切相关的特性决定了其周期处于底部初期，化工股暂时没有系统性机会。但是化工行业自身的特点也决定了主题性和个股机会仍然存在，配置上可以投资有一定安全边界的品种。

◆ 中国化工行业目前的周期位置以及其比较优势：择时

很明显，在2002年开始到2008年上半年的此轮世界化工行业景气周期中，中国的化工行业得以大规模扩张，伴随此过程的正是原油价格节节走高。根本动因正是中国煤基化工的比较优势以及较低的环保成本（化工企业是资本密集型，人工成本的优势不明显）。因此，我们认为在大宗商品没有走出低迷之前整体化工股不是买入的最好时机。考虑到行业的周期位置，甚至要耐心等到周期开始走出底部，我们估计是2009年以后才可能看到这样的机会。短期内考虑介入化工股的最早时间应该是在2008年报和2009年一季度报告公布后。

◆ 化工企业成长的路径分析：选股

化工行业的成长路径无外乎两种：其一是不断创新，推出新的产品或者开发出降低成本的新工艺；其二是并购整合进而取得某个行业的规模生产、区域市场、营销网络等优势。中国化工行业在两种路径中都有成功的例子。从产业的角度讲，未来这两种路径皆有望成功。由于国内知识产权问题以及新产品市场空间有限，我们更看好更容易把握的第二种路径带来的机会，但是第一种路径可能带来一次性的空间巨大的机会。氮肥、磷肥以及甲醇等集中度低、工艺、规模、技术等差别大的大宗品行业可以存在第一种路径带来的机会，而新材料、精细化工以及大宗品的煤基化工工艺等可能带来第二种路径带来的机会。

◆ 未来一年的配置：配置具有安全边界标的、进攻把握个股机会

化工行业大的趋势性机会随经济周期下行已逐渐减少，但并不排除个股和主题投资的机会，部分股票价格具有安全边界从而具有配置价值。

◆ 风险提示

未来世界经济下滑程度及原油价格走势具有较大不确定性。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS (元)			投资 评级
			07A	08E	09E	
000422	湖北宜化	8.19	0.72	0.84	0.8	增持
600486	扬农化工	24.39	0.79	1.6	1.65	增持
600141	兴发集团	9.89	0.3	1.2	1.1	增持
600309	烟台万华	10.19	0.89	0.95	0.85	中性
600596	新安股份	32.42	1.72	6	2.2	中性
600256	广汇股份	8.52	0.45	0.45	0.4	中性
600426	华鲁恒升	10.22	0.65	0.8	0.7	中性
000707	双环科技	5.47	0.65	0.55	0.5	中性

维持

中性

分析师：

张力扬

021-50818887-227

zhangly@ebscn.com

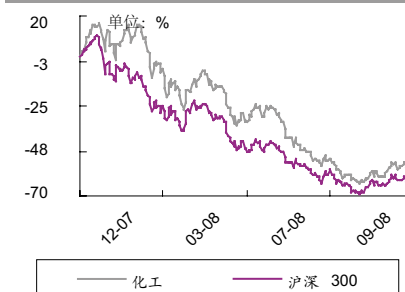
名称	价格	涨跌幅%
原油	35.35美元/桶	-64.5
甲醇	1840元/吨	-42.9
乙烯	405美元/吨	-58.7

注：数据区间为2009年初到2009年12月25号

行业主要数据图

参看正文

行业与上证指数对比图



截至12月25日

宏观经济和大宗商品背景

我们公司宏观经济研究员对宏观经济和大宗商品走势进行了预测分析，下面我们对具体行业的判断在一定程度上参考了如下我们研究所在宏观研究上的一些判断：

1、对中国经济我们判断：相对别经济体看好

在国家大幅降息、4万亿投资计划和减税等政策激励下，明年的经济增长将探到8.5-9.0%，步入“L”型的走势。此轮经济周期调整最难熬的时期在今年四季度和明年一季度（预计单季度经济增速会下滑到8%附近），明年二季度以后经济增长将回归起稳。短期经济（未来两年内）增长的回归企稳主要倚仗财税激励和货币政策的转变，通过政府加大投资来弥补出口的下滑和房地产市场的萎靡。中期经济（未来三到七年）增长仍将维持高位（9%左右），依靠的是城市（镇）化进程的加快和出口产业的转型。

预计09年：投资增速对GDP的拉动度能达到11.6%，净出口对经济的拉动度为-1.6%左右，消费对经济的拉动度回归至4.8%左右，存贷和政府消费的贡献为-6.0%左右。因此，我们预计09年的GDP增速仍然将维持在8.5-9.0%的较高水平。

2、对欧美日经济我们判断：2009、2010年看淡

对美国，我们认为：随着金融危机伴随而来的信贷收缩，会逐步地在实体经济中体现出来，目前美国经济已经陷入衰退。美国明年衰退的程度将进一步加剧。失业率的攀升所带来的消费萎靡，会导致银行机构的不良贷款和负债急剧增加，这会导致金融机构进一步收缩信贷，再次对实体经济造成冲击。目前，去谈论美国经济会出现复苏还为时尚早。

欧盟由于成员国之间的发展状况不一，很难采取及时有效的统一行动。假若没有积极的政策去化解经济恶化的趋势，经济衰退的时间可能进一步延长，衰退程度也将进一步加深。

日本是典型的出口导向型经济体。由于金融危机的影响，全球经济步入衰退，而出口导向型经济体所受到的影响最大，刺激经济复苏能够采取的措施也最为有限。

我们预计09年欧盟和日本这两大经济体衰退的程度将会比美国更加突出，甚至呈现负增长。

3、对美元的判断：2009、2010年相对看好

美元的霸主地位并不会随次贷危机引起的金融危机而出现动摇，其原因如下：

其一，美国的金融机构出现问题，随之而来的是这些金融机构进行全球性收缩，把以前投资到全球的资金快速收回，以确保母公司的现金流。资金回流可能导致其它经济体汇率急剧下滑，并进一步加剧资金从这些经济体汇出。

其二，在经济高涨的时候，投资者更多追逐投资收益率，会把资金投向收益率较高、风险也较高的经济体，但目前面临全球危机，投资者考虑更多的是资金的安全性，这会导致更多的资金回流到经济规模大的经济体。

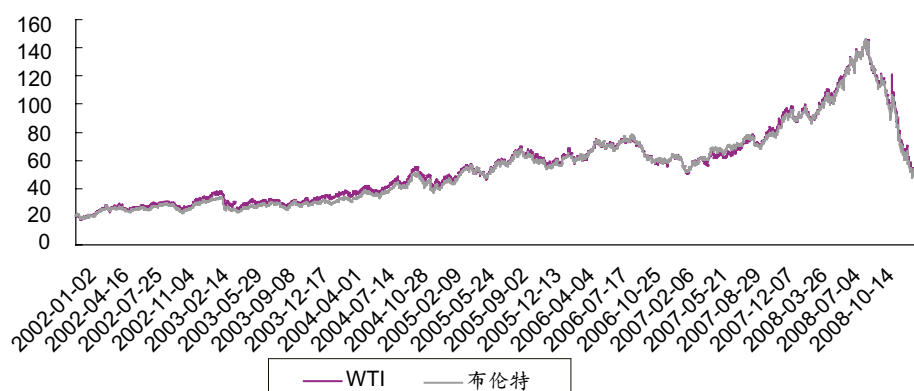
其三，目前还找不出一一种货币或多种货币联合能与美元相抗衡，同时，目前金融危机对其它经济体的冲击并不会比对美国的冲击小。就目前的货币体系而言，欧元和日元是除美元之外影响力最大的全球性货币。但从目前金融危机的演化来看，由于美国凭借美元的优势，此次危机对欧洲和日本实体经济的影响比美国更严重。

因此，从经济层面来看，美元并不会因为金融危机而受到欧元和日元的冲击，美元的地位在未来2年内依然不会发生变化。

4、对大宗商品的判断：短期看淡，长期看多

原油价格受供需基本面（包括供给上的勘探重大发现、剩余产能、近几年勘探开发投入资金、各国特别是美国库存、整体经济增长速度对原油的需求）、国际政治形势、异常气候、替代能源重大技术进步以及国际投机基金等诸多因素影响，形成机制比较复杂，但是供需基本面是最主要的影响因素。基于全球主要的需求方——欧美日经济增速放缓，货币因素方面的美元走强，我们判断原油价格在明年将会维持低位，预计明年原油均价在50—70美元/桶。其它大宗商品和原油的情况基本一致，因此将和原油同步运行。长期看来，化石原料具有稀缺性和不可替代性的属性，且信用恢复会创造货币本身的流动性。基本面和资金面在未来会推升石油等大宗商品价格。

图1：原油价格走势



资料来源：Bloomberg

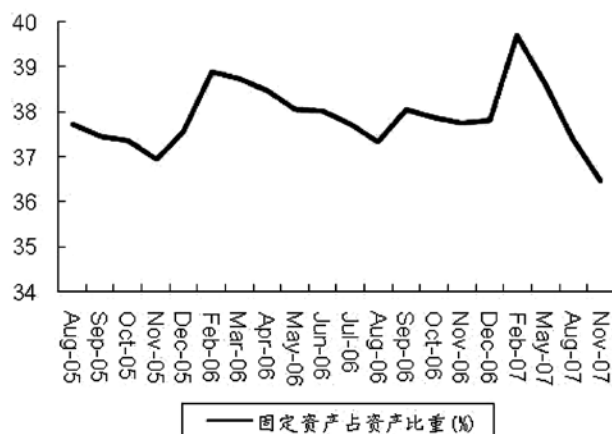
化工行业固有特性决定了其研究方法：周期位置的判断、中国化工行业的比较优势以及个股分析

化工行业上游承接能源、原材料，下游承接轻工业以及直接民用消费，其景气周期基本与国民经济同向联动。总体来看，化工行业和宏观经济同步，处于向下的运行周期中。我们对化工行业的特性进行总结，以理顺其中的逻辑。

固有特性之一：重资产属性。化工行业是资本密集型行业，固定资产占总资产和总资产占销售收入的比重均较大，投资额大且周期较长，行业壁垒较高，从而在一定程度上决定并强化了其周期性。周期性的决定是这样的一个过程：投资额大且投资期长，供求之间出现阶段性的失衡是很一个必然的现象。周期性的强化表现在：（1）在经济周期向下的过程中，重资产使得公司可能出现现金周转问题，为回笼资金，可能不计成本地出售（折旧在成本中占比较大，即使低于成本很多依然可以继续维持生产）；同时，重资产使得企业退出困难，供给不能灵活调整，这就强化了向下的周期；（2）经济周期向下的过程也是逐渐淘汰落后或者多余产能的过程，促成下一轮向上周期的基础，在经济周期向上的过程中，新建产能需要较大的投资并且周期较长从而加剧了供给不足，导致价格大幅上涨进而强化向上的周期性。

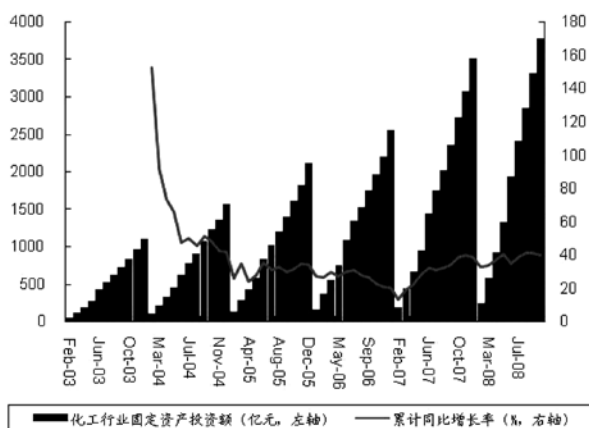
另外，子行业的资产轻重和投资期差异也比较大，从而上面的判断以及对周期长短也构成了比较大的影响。

图2：化工行业固定资产占总资产比重



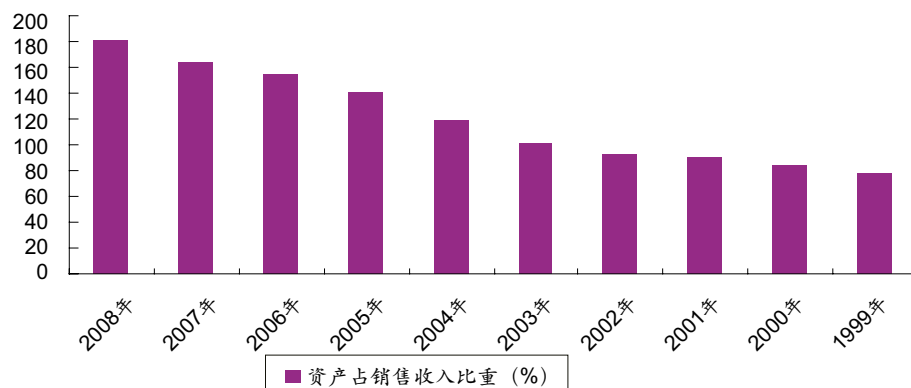
资料来源：WIND，光大证券研究所

图3：2003年以来化工行业固定资产投资额（亿元）以及增速



资料来源：WIND，光大证券研究所

图4：化工行业总资产占销售收入比重

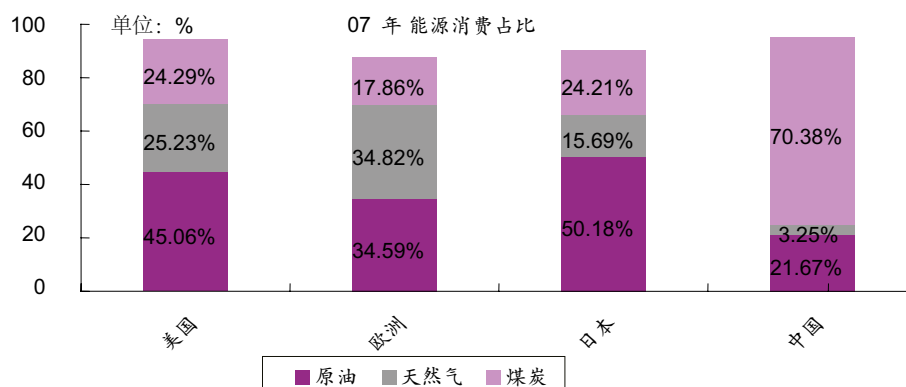


资料来源：WIND，光大证券研究所

注：图2到图4比率下降主要是由于原油煤炭等成本价格走高所致，实际上未有轻资产化倾向。

固有特性之二：煤化工属性。这个特性是中国化工行业的独有特性，是和中国的能源和原料结构紧密相关。比如典型的产品MDI，生产1吨聚合MDI大约需要0.78吨苯胺，0.95吨烧碱，0.19吨甲醇和0.6吨液氯。在国外这些原料大部分来自于乙烯装置下游（苯胺）、天然气化工或者石油加工下游（甲醇），即使作为原料的氯碱产品也属于石化品（因为其产品主要是电力，国外的能源结构决定了终端来源为石油或者天然气）。而国内上述原料几乎可以完全来自煤炭，且蒸汽动力系统亦来自煤炭。

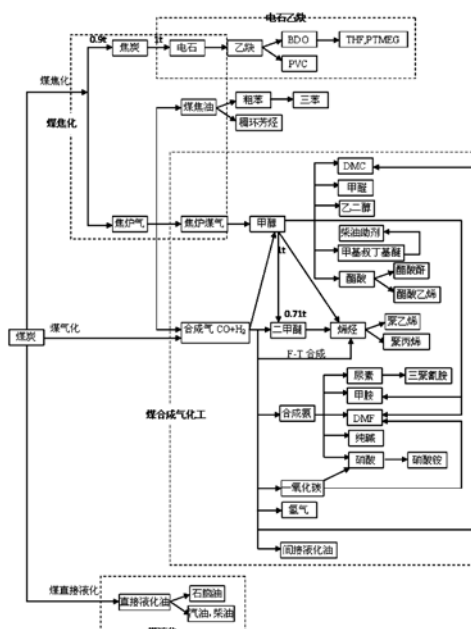
图5：中美欧日能源结构比较



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

固有特性之三：复杂的产业链。化工行业复杂的产业链决定了两点：其一，各子行业的周期性不一致，从而带来持续的个股挖掘机会；其二，经销商带来的助涨杀跌强化了周期性。由于产业链复杂，而国内企业相对分散且往往处于链条的某个点，经销商的存在成为合理，供需过程和时间之间的延长势必强化产品价格的波动性，从而强化行业本身的周期性。从图6也可看出，煤化工仅生产环节就涉及到众多中间产品，而下游的需求领域也差别甚广。

图6: 煤化工产业链图



资料来源：光大证券研究所

固有特性之四：公司间差异巨大。即使所处行业相同，但是各公司发展阶段、生产工艺、产品差异、原料自给与否、面临的区域市场以及管理水平等都差别甚大，各公司的投资价值也应有不同的判断。而且中国化工行业过于分散，个别公司阶段性成功的概率较大，这也是黑马产生的重要条件之一。另外，向下的周期伴随的必然是部分产能的退出，某些阶段某些产品价格大涨的可能性依然存在，这形成了黑马产生的必要条件。宏观经济下滑中投资者看到或者预测到这样的亮点就可能做出投资选择，从而推动股价上涨。

表1：纯碱公司间的对比

	工艺	产品差异	原料自给与否	区域市场
双环科技	联碱法	纯碱、氮肥	盐自给，煤部分自给	华中、华南
山东海化	氨碱法	纯碱、氯碱	盐50%左右自给	华北、华东、出口
三友化工	氨碱法	纯碱、氯碱	盐小部分自给	华北、东北、出口
青岛碱业	氨碱法	纯碱、复合肥	盐外购	华东 出口

资料来源：光大证券研究所

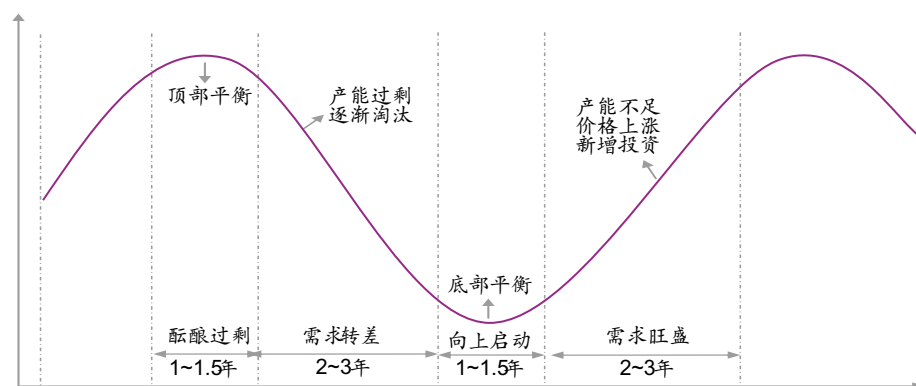
上述特性决定了股票分析中必须重视行业周期性判断、中国化工行业的比较优势研究及个股具体分析的方法。

上述化工股的特性，决定了化工行业固有的周期性，我们可以简单的这样描述一个完整的周期：需求转差——产能过剩，逐渐淘汰——底部新的平衡——需求转旺——产能不足，价格上涨——新增投资——顶部新的平衡。

另外，周期性的强弱，往往和固定资产占销售收入比例、其绝对值的高低以及建设周期相关。前者一定程度上决定了固定成本占总成本的比例，决定了企业的停工点。绝对值的高低决定了该行业进入的资本门槛，反映了达到供求平衡的能力大小。建设周期反映了达到新的供求平衡的时间长短。

从一般的经验看，假设新增产能的建设投放期在2—3年（上升和顶部区域），落后产能的淘汰需要2—3年（底部区域），向上和向下的启动阶段需要2—3年，那么一轮完整的周期需要6—9年。当然，具体子行业的建设时间和退出时间差异很大，具体子行业的周期也不尽相同：比如农药中草甘膦子行业，建设周期6—12个月，退出成本很低（装置可以转产其它品种的农药，转换成本很低），这就决定了其周期相对较短；合成氨、纯碱等大部分产品建设期大约在2年左右，因为新建产能往往是具有规模效应的大装置，其巨大的投资额决定了在短时间内退出的可能性较小，这就决定了其供需改善需要强制淘汰没有规模优势或者没有技术优势的小产能，前期的景气使得这些落后的小产能消化了历史负担并且积累了一定的资金，所以需要时间逼迫他们退出。

图7：化工行业周期模拟图（一般情况）

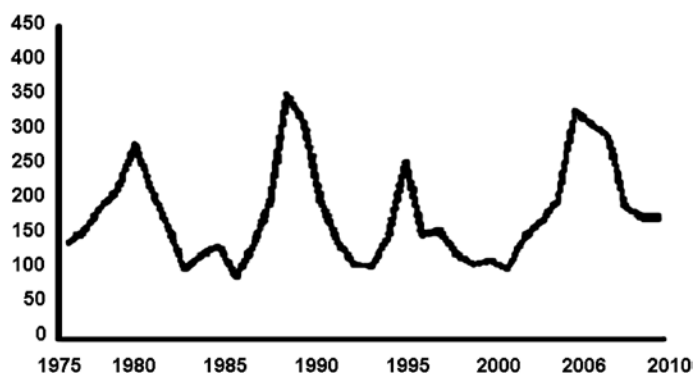


资料来源：光大证券研究所

注：上述周期模拟图以新建项目投资期在2年左右为例

图8：美国化工行业盈利指数情况

■ 美国化工行业盈利指数（Chemical Systems，1982年=100）



资料来源：光大证券研究所

化工行业的这种属性为把握行业投资机会和投资策略选择提供了判断依据，行业的强周期性决定了投资的关键在于对时机的准确把握，如果能选择在行业周期触底反转前介入，则伴随行业复苏将获得丰厚的利润；反之，若选择介入的时机不当，如在行业顶点或向下确认过程中买入，则可能遭受严重损失。因此对行业所处周期阶段的识别和判断在某种程度上决定了投资的成败。

另外，中国的能源结构决定了中国化工行业特殊的煤化工属性，分析煤油价格比就成为分析国内化工品比较优势的重要依据。周期判断和比较优势的把握提供了我们对介入时机的把握，我们在下面将进行具体的分析。

另外，化工子行业和公司间的巨大差异提供了我们选股的逻辑，我们也将就如何选股进行系统的分析。

周期位置判断和中国化工行业的比较优势：择时

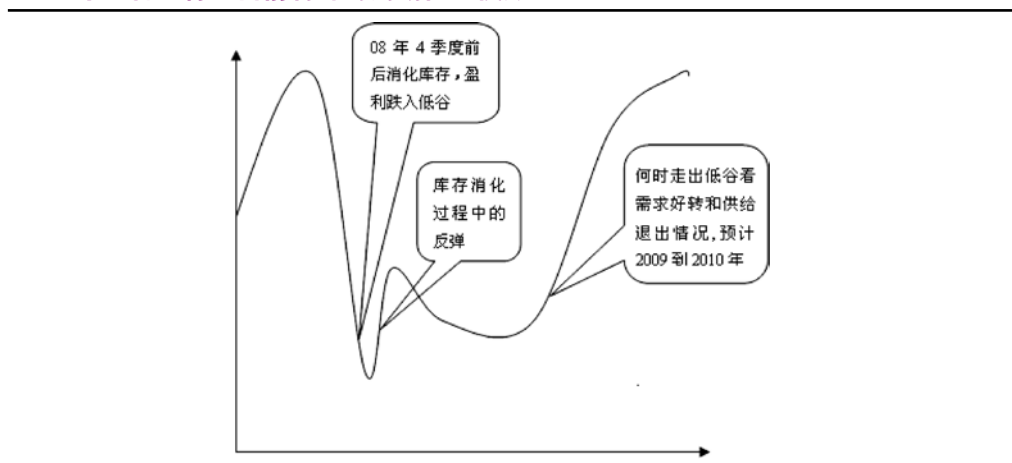
周期依然处于底部初期：高价原料和高成本成品消化使得09年一季度继续处于周期最底部

从上面的行业特点和周期性的分析看，基础化工行业基本上每6-9年有一个自然的行业周期，过去的2002-2008年上半年，全球的经济景气推高了化工品的需求，从而行业经过了一个景气强劲向上的发展周期。然而此过程伴随的是化工品固定资产投资的快速增加，接下来的就是需求不振、产能过剩以及部分企业的破产退出。依据固定资产投资的增加情况和目前的产能过剩情况，我们预计整体化工行业有可能随宏观经济低迷2-3年。目前的周期位置可从以下事实中得到印证：8月份之前，我们调研很多化工公司，他们都会觉得日子非常好过；而现在，这些化工企业里已经很少有人觉得好日子还能很快回来了，前期高价存货带来了沉重的压力，需求萎靡使得对后市很难乐观。

目前，化工企业在消化高价库存的过程中，盈利能力从高位陡然跌到谷底。这个库存消化过程需要2个季度左右的时间，主要的原因在于9月份开始原料价格大幅走低，而化工企业的原料库存一般在1-3个月，成品库存一般在1-3个月（视产品的季节性以及订货周期而变），如果加上需求的减少，那么消化高价原料和高成本成品的周期大约需要3-5个月，并将体现在08年4季度以及09年1季度的财务报表中，但也不排除部分损失要到09年2季度才能体现出来。当然也不排除部分子行业由于库存消化较快而在09年1季度就可能出现阶段性的反弹。

09年1季度之后，整体化工品依然处于需求不振的较大压力之下，由于过剩产能的存在，化工行业整体盈利能力依然会处于低谷，这种情况的改变未来将依赖于需求好转和供给退出情况。

图8：中国化工行业目前特殊的周期位置模拟图

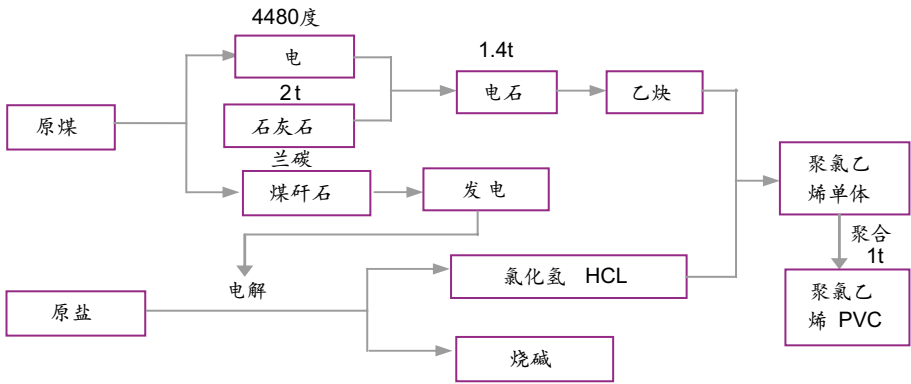


资料来源：光大证券研究所

原油价格低迷情况下中国化工行业短期失去了比较优势

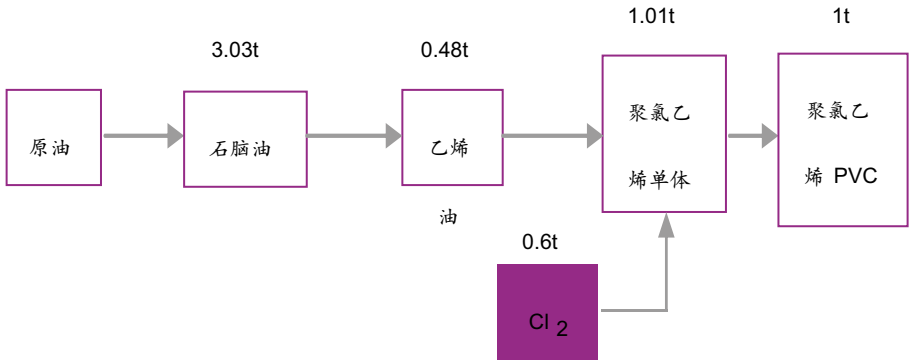
正是伴随着原油价格的节节攀高，此轮中国化工行业出现了大规模扩张。我们认为，其根本动因是中国煤基化工的比较优势以及较低的环保成本（化工企业是资本密集型，人工成本的优势不明显）。我们以PVC和尿素行业分析如下：

图9：煤头PVC产业链图（物料消耗以行业平均计算）



资料来源：光大证券研究所

图10：油头PVC产业链（物料消耗以行业平均计算）



资料来源：光大证券研究所

表2：PVC电石法和乙烯法原料消耗及成本

生产工艺	原料消耗（吨/PVC）	原料价格（元/吨）	综合成本（元/吨）
电石法	1.4吨电石	3000	6100—6400
乙烯法	1.01吨VCM	3500	5500

注：在液氯消耗上基本一致，选择外购原料价格计算

图11：煤头尿素产业链（物料消耗以行业平均计算）



资料来源：光大证券研究所

图12：气头尿素产业链（物料消耗以行业平均计算）



资料来源：光大证券研究所

表3：尿素煤头法和气法原料消耗和综合成本

生产工艺	原料消耗（吨/吨）	原料价格（元）	综合成本（元/吨）
煤头法	0.9—1.2吨煤	600/吨	1400—1600
气头法	600立方米天然气	1.6/立方米	1350—1400

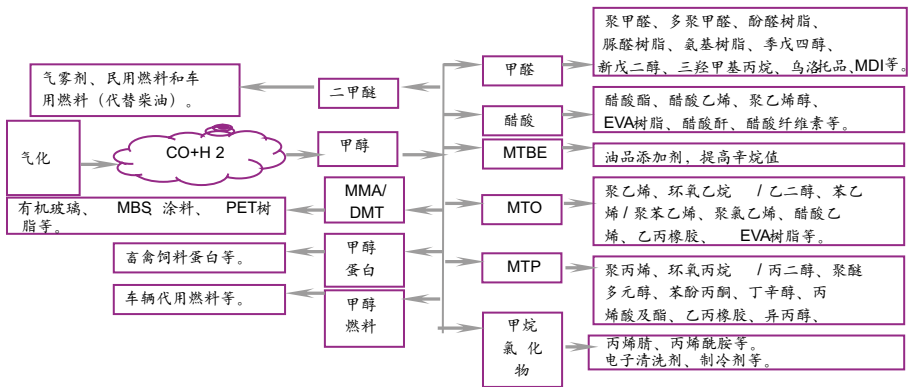
注：煤头法的物料消耗这里包括化工用块煤，天然气价格用美国HARRYHUB价格，两种工艺在动力消耗上差别未列示。另，中东气价远低于美国价格。中东的甲醇和合成氨成本远低于上表。

资料来源：光大证券研究所

我们假设天然气价格终端价格在6USD/BTU,也就是大约1.6元/立方，那么化工用煤炭价格在600元/吨以上，中国的合成氨对比国外气头合成氨就失去了成本优势。从这个例子看，中国大部分的化工品在短期内基本失去了相对比较优势。

气头甲醇和煤头甲醇的消耗基本和合成氨相当。据统计2007年我国共有甲醇生产企业177家，产能合计1639.4万吨/年，产量1076.4万吨，同比增长23.1%，超越乙烯，成为国内第一大化工产品。由于中国相当一部分化工品属于甲醇衍生品，煤头甲醇的相对成本优势短期消失就意味着中国大部分化工品亦如此。

图13：甲醇衍生品产业链



资料来源：光大证券研究所

周期底部起始阶段和比较优势丧失意味着系统性投资机会不再

我们认为，目前化工行业处于周期的底部，行业处于低迷期，整体行业盈利的大幅反转机会较小。

中国化工行业的比较优势就在于煤的比价相对于石油天然气比较便宜，因此在石油价格低迷甚至还在向下寻求支撑的时候，化工行业的盈利能力肯定难以提升。

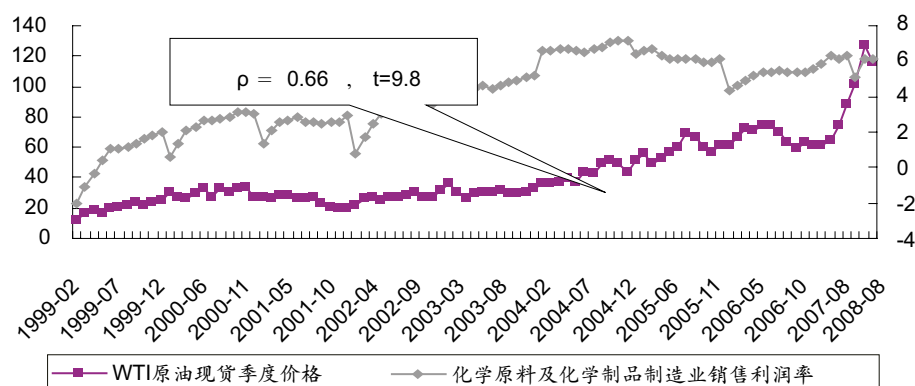
从周期性和煤油价格比产生的比较优势看，目前仍然没有到行业反转的机会。当然库存消化的过程肯定跌到最谷底（体现为企业实质上的普遍亏损），反弹是必然的。从历史数据的统计结果看，原油与化工行业、化肥行业利润率之间的高度强正相关性也预示着化工行业在原油价格持续疲软背景下盈利能力的恶化。

图14：煤炭和原油价格比例（秦皇岛大同优混和WTI期货为例）



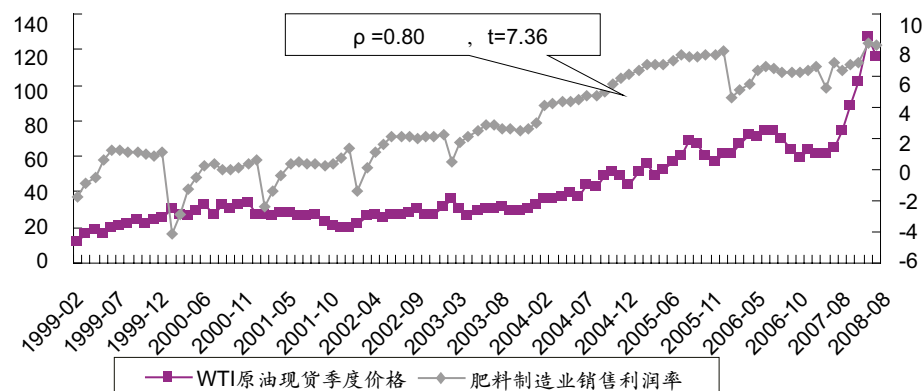
资料来源：光大证券研究所

图15：原油价格和化工行业利润率相关性分析



资料来源：光大证券研究所，Wind

图16：原油价格和化肥行业利润率相关性分析



资料来源：Wind，光大证券研究所

表4：国内基础化工子行业基本情况和判断

及需求情况	09年行业所处周期 关键条件	行业走出低迷 油价相关度	行业集中度和	优势公司
专用化工品 及新材料	景气底部，需求相对平稳；	新产品开发	高，低	烟台万华、新安股份、星新材料
化肥	景气底部，下游农业，需求 相对平稳	油价、粮价、产业整合	低，高	湖北宜化、华鲁恒升、云天化、 柳化股份、盐湖钾肥、四川美丰
农药	景气底部，下游农业，需求 相对平稳	油价、粮价、新产品开发	低，高	扬农化工、沙隆达、江山股份、 红太阳、华星化工
氯碱	景气底部，下游房地产汽 车，需求弱	供给方新增产能消化， 油价，地产汽车	低，高	新疆天业、英力特、中泰化学
纯碱	景气底部，下游房地产日用 玻璃需求弱	供给方新增产能消化， 房地产景气	中，低	双环科技、山东海化、三友化工
橡胶制品	景气底部，下游汽车等需求 相对较弱	供给方产能淘汰， 产业整合	低，高	黑猫股份、风神股份、黔轮胎、 青岛双星、时代新材
无机盐	景气下滑筑底过程，下游 日用化工需求相对平稳	供给方产能淘汰， 产业整合	低，低	兴发集团、澄星股份
其它	民爆行业受国家投资拉动 有望提前走出低迷	政策拉动	中，低	九联发展、南岭民爆、江南化工

资料来源：光大证券研究所

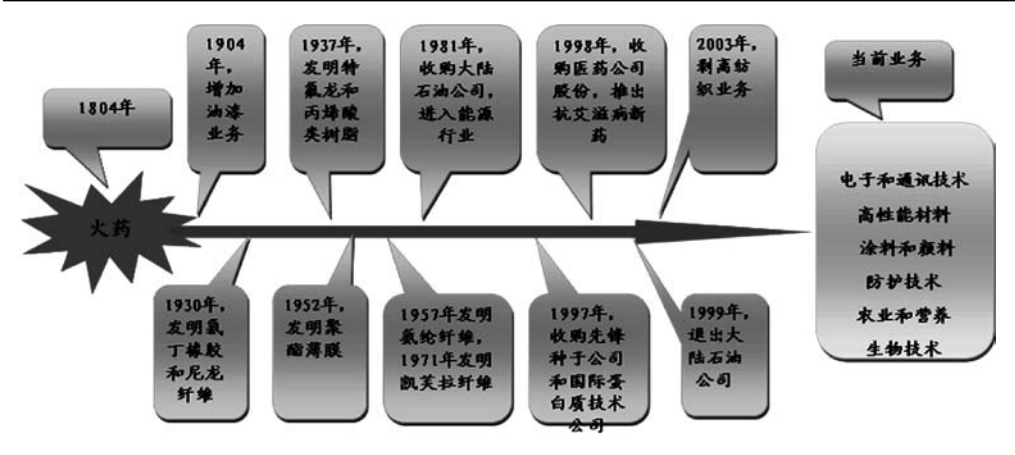
化工企业成长的路径分析：选股

即使化工股整体投资机会未现，我们依然可以寻找到能够渡过行业低迷期的优秀公司。因为长期看来，“富煤贫油”的资源储量特点决定了中国化工走煤化工方向的必然性和比较优势。我们寻找国内行业的相对优势公司就相当于长期投资于全球石油稀缺性，假设投资周期拉长，我们就会获得超额受益。

化工行业的成长路径无外乎两种：其一不断创新、推出新的利润增长点或者新工艺降低成本；其二是并购整合、取得某个行业的规模生产、区域市场等优势。

杜邦公司在200年转型历程中，主营业务紧跟产业增长点，从产品运作升级到资本运作，其成长的路径代表了国外众多化工企业的道路。如今全球的化工巨头，基本都有相对垄断的产品和巨大的研发支出。这也说明了创新是化工行业成长的基本推动因素。

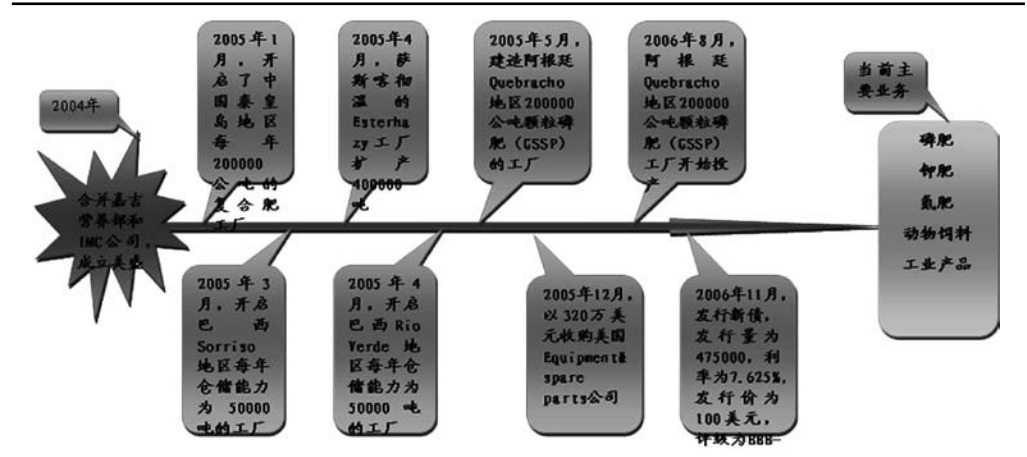
图17：杜邦公司成长历程图



资料来源：光大证券研究所

另外，化肥巨头美盛的迅速成长代表了另外的一条主要成长模式。对一个没有明显差异而市场容量巨大的产品，化工公司容易走这样的一条成长路径。规模优势是化工企业永久的制胜之道，而大宗的单一产品的综合管理、工艺技术、营销渠道等更容易获得这样的优势。

图18：美盛公司的成长路径

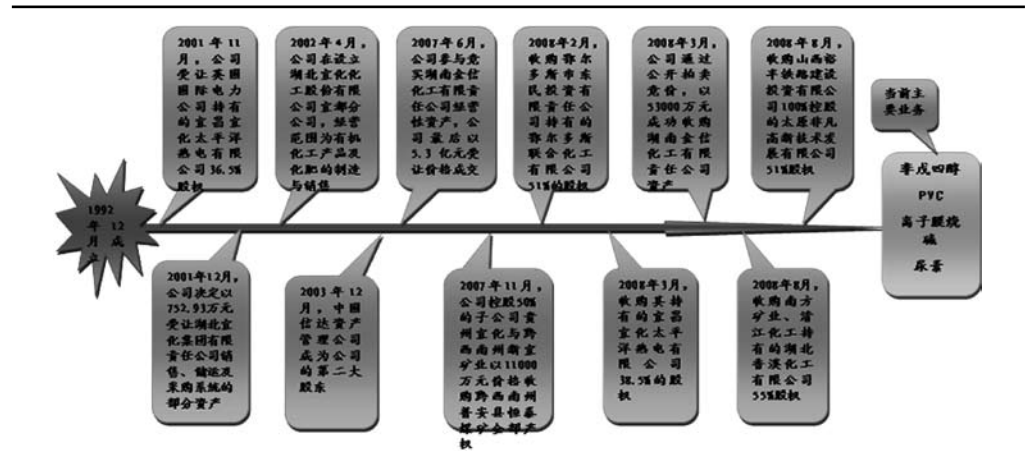


资料来源：光大证券研究所

从第一种成长路径来看，烟台万华、扬农化工、新安股份、华鲁恒升、湖北宜化等都有过这样成长的路径，许多过去的短期牛股也是这样的预期使然。未来这样的公司肯定会存在，值得我们关注的是这些公司后续的创新点，还有某些具有创新潜力的公司。可能的创新公司未来可能集中在过去曾经成功的新材料企业身上，以及机制灵活的小行业、小公司上。从行业上依然关注新材料、专用化学品领域。烟台万华、蓝星新材、新安股份、扬农化工、联化科技、利尔化学等值得关注。

从第二种成长路径来看，湖北宜化是一个典型的例子。

图19：湖北宜化的迅速扩张



资料来源：光大证券研究所

从第二种成长路径来看，未来可能继续此种路线的公司一定存在于产品同质且大宗、市场分散、行业内生产工艺以及管理造成的成本差异大的子行业中。未来氮肥、磷肥、甲醇等大宗品行业以及日化行业最有可能产生这样的公司。湖北宜化、云天化、广汇股份值得关注。

中国化工行业在两种路径中都有成功的例子。从产业的角度讲，未来这两种路径皆有望成功。由于国内知识产权问题以及新产品市场空间问题（研发的新产品往往销售量有限），我们更看好更容易把握的第二种路径带来的机会，但是第一种路径可能带来一次性的空间巨大的机会，如果有像MDI那样的产品，会成为持续较久的投资标的。

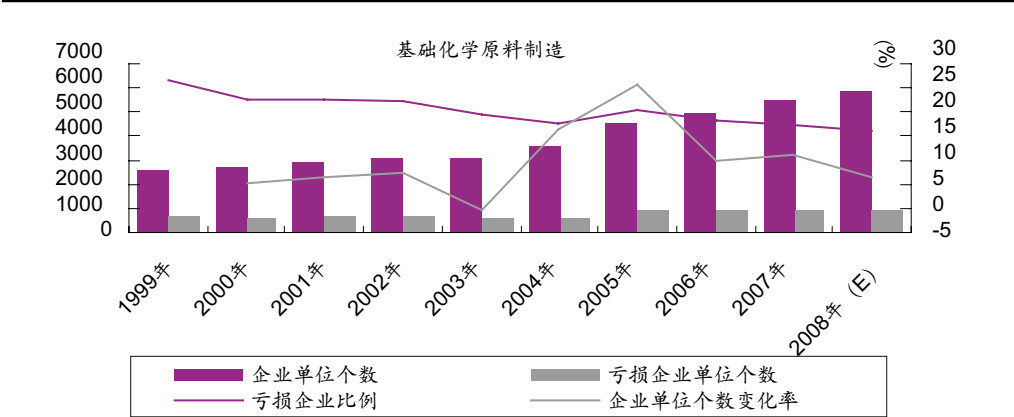
经过此轮化工景气，中国化工行业已经有了相当的发展规模。但与发达国家的化工行业相比，中国化工产业集中度仍然较低，技术水平虽然大幅提高但落后产能仍然没有大量淘汰，高能耗和高污染特征没有明显改善。如下的产能统计和各子行业的公司个数也说明了这种状况。

表5：部分化工子行业产能统计（2006年数据）单位：万吨

产品名称	企业个数	能力	产量	平均规模
焦炭	1300	32000	28054	24
电石	400	1700	1177	4.2
化肥（氮肥）	571	4000	3869	7
其中：煤制化肥	500	2800	2700	5
甲醇	131	1000	762.3	7.6
其中：煤制甲醇	100	700	500	5

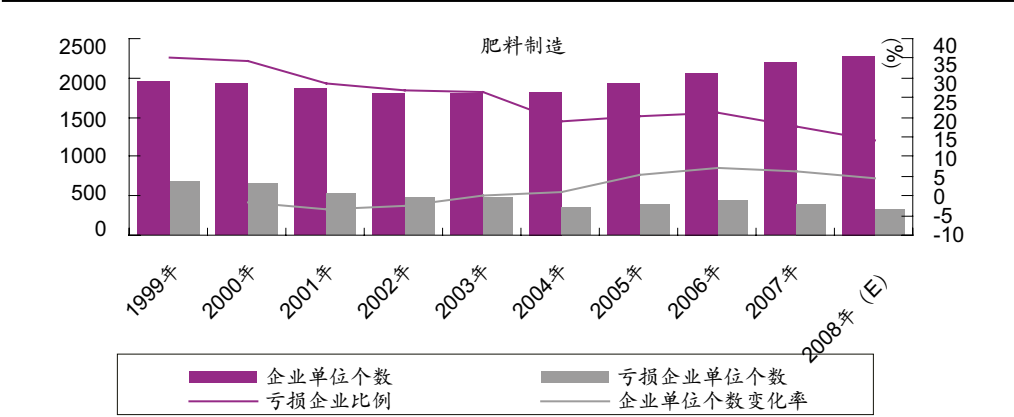
资料来源：光大证券研究所

图20：基础化学原料制造业企业个数和亏损比例统计图



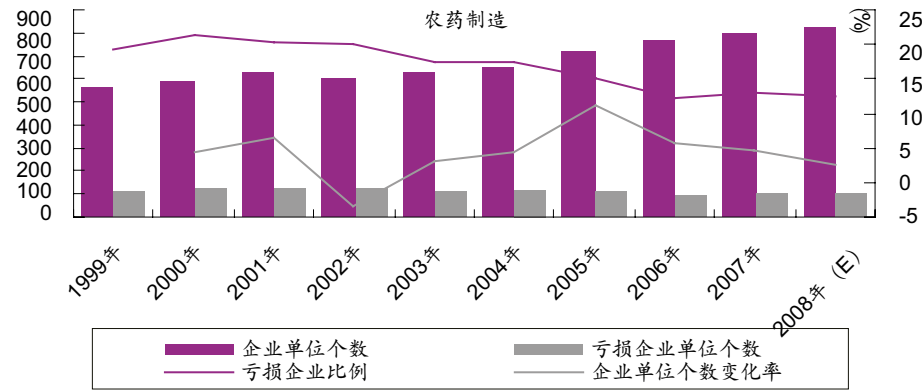
资料来源：Wind，光大证券研究所

图21：肥料制造业企业个数和亏损比例统计图



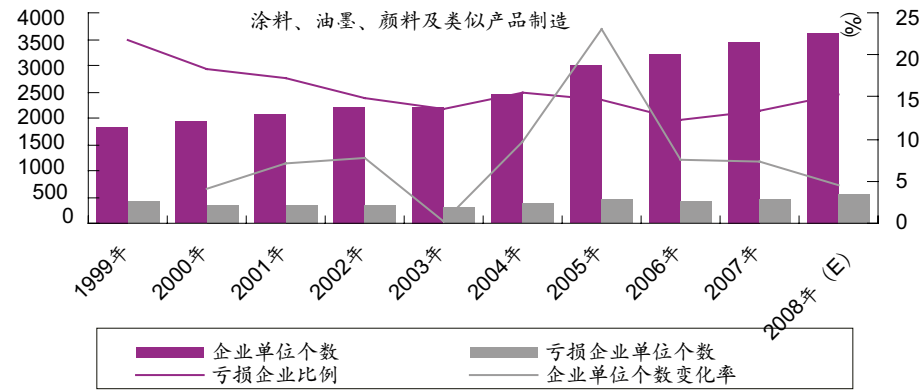
资料来源：Wind，光大证券研究所

图22：农药制造业企业个数和亏损比例统计图



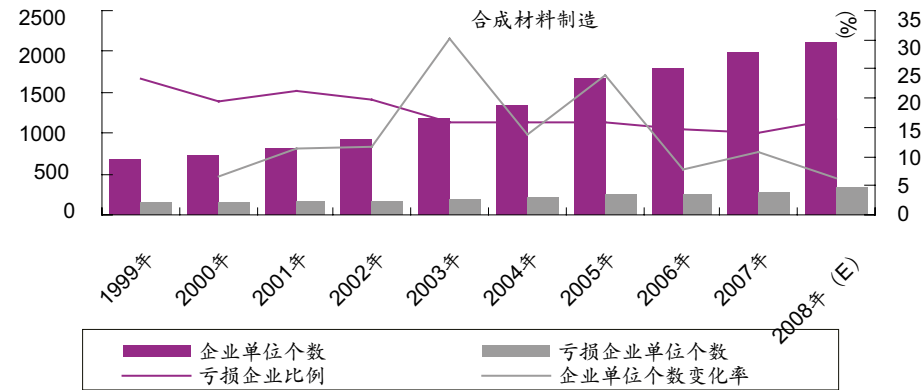
资料来源：Wind，光大证券研究所

图23：涂料、油墨、颜料及类似产品制造业企业个数和亏损比例统计图



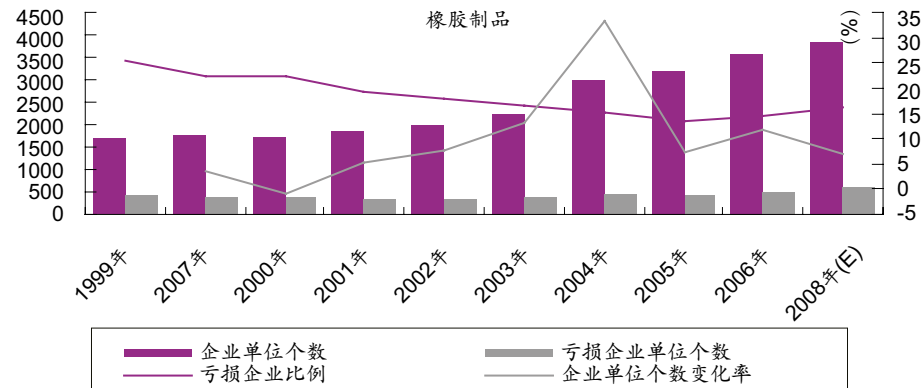
资料来源：Wind，光大证券研究所

图24：合成材料制造业企业个数和亏损比例统计图



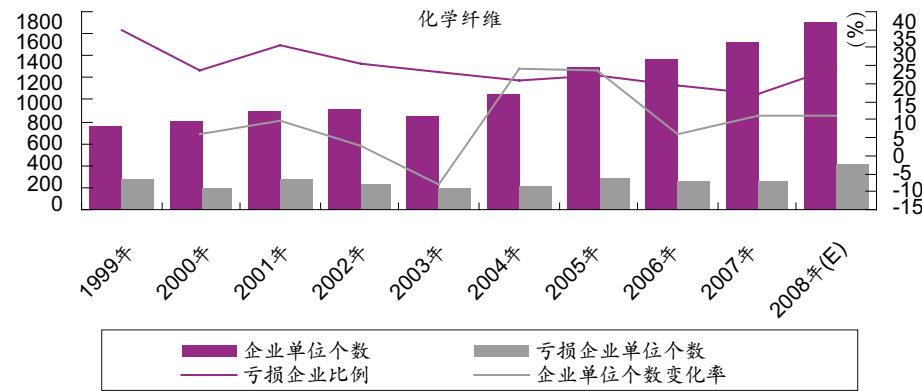
资料来源：Wind，光大证券研究所

图25：橡胶制品业企业个数和亏损比例统计图



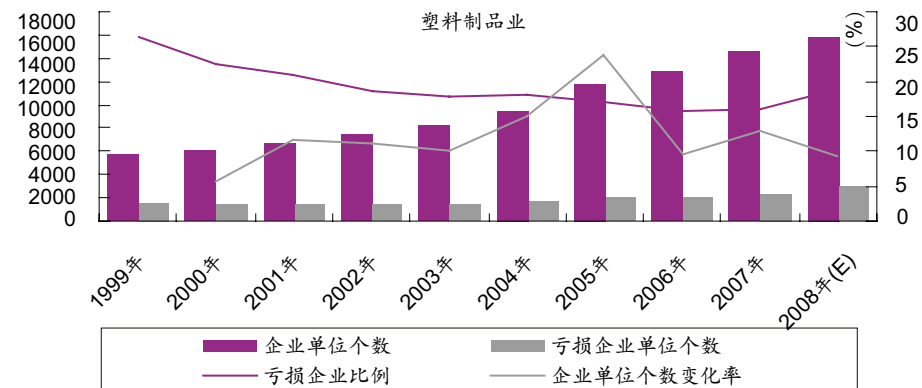
资料来源：Wind，光大证券研究所

图26：化学纤维业企业个数和亏损比例统计图



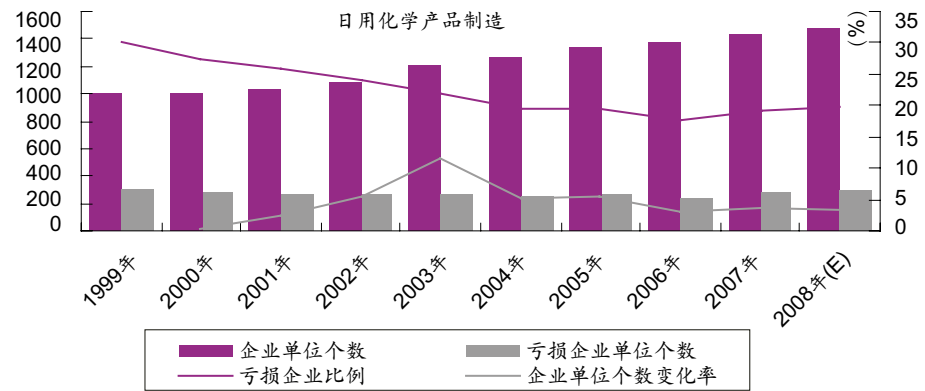
资料来源：Wind，光大证券研究所

图27：塑料制品业企业个数和亏损比例统计图



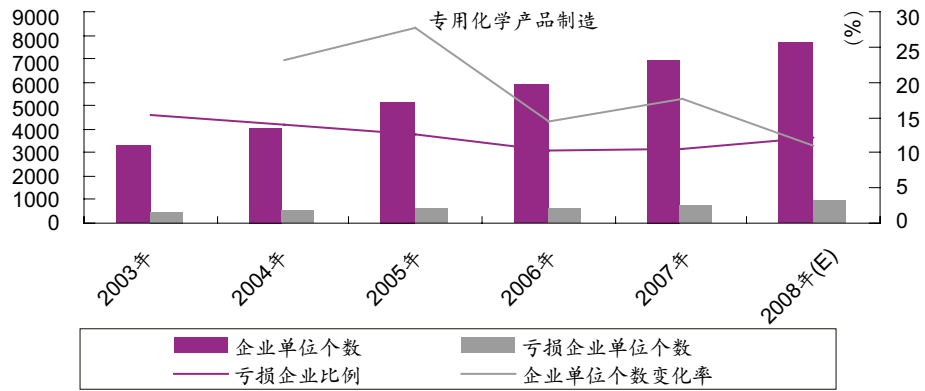
资料来源：Wind，光大证券研究所

图28：日用化学产品制造业企业个数和亏损比例统计图



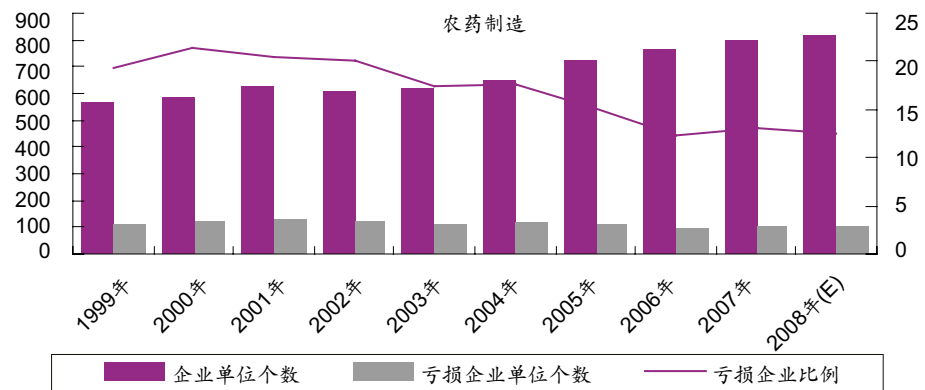
资料来源：Wind，光大证券研究所

图29：专用化学产品制造业企业个数和亏损比例统计图



资料来源：Wind，光大证券研究所

图30：农药制造业企业个数和亏损比例统计图



资料来源：Wind，光大证券研究所

图20—图30表明了中国化工各子行业在上一轮景气周期中并没有发生集中现象，相反出现了较明显的分散化趋势。从微观的角度、政策导向以及行业演进的规律来看，中国化工行业在未来将会出现明显的集中化趋势。有理由期待优势企业的产业整合带来的投资机会。

09年策略：进攻关注个股机会，防守寻找安全边界

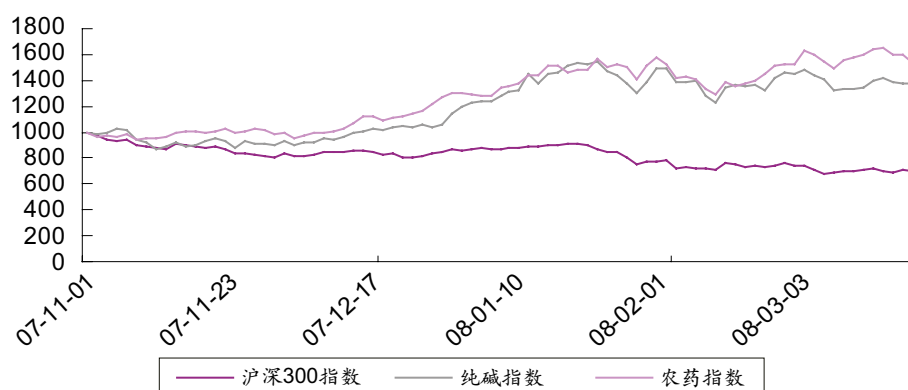
化工行业大的趋势性机会随经济周期下行已逐步消失，但并不排除个股和主题投资的进攻性机会。个股我们关注一些细分领域专用化学品的生产，这样的领域内，往往竞争较少而且公司研发能力较强，有望取得一些突破。扬农化工、利尔化学、联化科技等一些专用化学品有望在产品上有一些突破。

另外，在防守上怎么寻找安全边界的标的？化工股由于盈利能力的大幅波动，其单纯的市盈率估值难以体现出公司的具体价值，公司的内在价值很难测度。考虑到化工行业进入的行政壁垒和账面资产的低估（重置成本肯定远远高于账面价值），我们倾向于认为可以用PB的方式进行估值。因为一个行业或者企业在一个周期内其ROE水平虽然波动，但是对一个长期超过行业平均盈利能力的公司而言，其盈利能力肯定高于社会平均盈利水平。我们建议对具体公司通过观察其历史PB估值的底部，在此价格水平下介入，这样投资的风险相对较小。建议长期投资者在这样的价格下配置竞争优势（技术、管理、区位等方面）明显、具有超额盈利能力的公司。我们在表5所选择的公司代表了各子行业的优势公司，建议投资者予以关注。

另外，由于化工品本身固有的不可替代性和复杂的产业链，某些产品价格的短期波动就形成了主题投资和个股机会，比如07年上证指数6000点左右农药股、纯碱股等都走出了超级强势的独立行情。短期的价格大幅波动、个别行业的政策调整、部分子行业厂商退出产能淘汰等都会有这样的机会。

09年的主题投资机会可能是企业并购和整合，另外国家出台支持并购的信贷政策，对部分资产负债率低和现金流良好的企业是一个机会，对央企的整合也会是一个值得期待的利好。关注中化集团、中国化工集团以及地方化工集团比如湖北宜化集团、山东海化集团可能的资产整合。

图31：纯碱、农药股去年11月份开始启动以来行情



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示

世界经济的下滑以及原油价格的下跌远超乎我们的预期，比如一直在50美元/桶以下运行。

相关上市公司分析

湖北宜化

我们认为湖北宜化是典型的外延扩张型公司，公司未来发展空间巨大，股价弹性良好。我们对公司有如下的点评：

◆ 股价的催化因素在于原油价格的上行以及鄂尔多斯项目的成功运行：

公司的各项产品尿素、DAP、PVC、季戊四醇等都是粉煤气化的下游，其盈利能力和原油价格紧密相关，我们认为原油价格上行是一个股价的催化因素。公司明年最重要的利润增长点是鄂尔多斯大尿素项目，其平稳运行是股价上涨的重要动力。另外，公司复杂股权关系的理顺可能会提高公司的估值水平进而催化公司的股价。

◆ 公司新增的项目是保证明年公司业绩不会降低的保证：

公司鄂尔多斯大尿素项目的投产是公司明年主要的利润增长点，目前项目进展平稳，预计该项目将对公司每年带来至少0.3元以上的EPS。而公司在湖南、贵州等地的新建项目进展亦非常顺利，我们预计明年最差的情况也能与公司今年业绩持平。

◆ 公司各项业务明年前景的分析：

尿素业务估计将获得相对稳定的收益，按照行业的平均成本情况：我们估计宜化煤头尿素平均赚取20%的毛利率水平是完全可以做到的、气头尿素赚取40%的毛利率水平（所得税减免）；磷铵业务，公司在消化高价硫磺的基础上应该税前微亏；季戊四醇业务，公司因为较高的回收率和相对的垄断性而获得相应稳定的收益；氯碱业务，由于烧碱的自用和公司电石等部分自给，预计可以微利；热电业务，预计随煤价下跌而扭亏为盈；其它商业矿的开采业务预计可以贡献额外的收益。但是除了尿素其它的这些业务因为行业性的原因不可避免地将在未来1—2年内处于周期的低谷。

◆ 风险分析：

公司鄂尔多斯等新项目的开工情况低于我们的预期，公司资产负债率高导致的资金周转出现风险。

扬农化工

我们认为扬农化工是典型的内生成长型公司，公司未来新产品的推出将逐步形成新的利润增长点。

◆ 股价的催化因素在于其新产品的投产：

公司走的是研发优先，不断推出新产品的路线。未来的成长点主要集中在农药领域。新的产品和项目的推出是其股价的最大催化剂。此外，公司所得税率有望因为高新技术产业而获得优惠，这也是值得期待的额外的利好因素。

◆ 公司明年的收入增长点主要是农用菊酯和除草剂：

公司明年的利润增长点主要来自农用菊酯和除草剂。预计农用菊酯将保持25%左右的增长，主要来自于原料、中间体以及本身量的增长；除草剂中草甘膦虽然量有大幅增长，但利润估计持平，而麦草畏估计能有较大增长。

◆ 公司各项业务明年前景的分析：

卫生用菊酯相对比较平稳，预计未来几年内仍以平稳为主。农药菊酯目前受制于原料乙腈价格大幅上升的影响而使得产品价格表现出了刚性甚至上涨，预计公司会采取谨慎的销售策略，避免市场价格的大幅波动同时保持公司平稳的盈利水平，但是产量增加可以使得收入利润增长。草甘膦业务，景气下滑仍然会影响到公司其毛利水平，但产量上涨可以弥补毛利下滑。麦草畏和其它新开发的品种，预计仍然会保持较大增长。

◆ 风险分析：

产品价格下跌超出我们的预期。

兴发集团

我们认为兴发集团是典型的资源型公司，公司资源有其内在价值。未来的看点在于产业政策促进的行业整合、产业链延伸以及行业本身走出低迷。

◆ 股价催化因素在于磷酸盐走出低谷以及磷矿石价格走强：

公司股价的催化因素就在于磷酸盐价格的重新走强以及磷矿石价格走强。如果国际原油价格走强带动磷肥需求的上涨，或者国际磷肥生产商能够有效地控制供给从而使得中国的磷肥出口大幅增加，那么就on能带动中国磷矿石价格的走强进而促发磷化工行业的盈利能力提升。

◆ 磷酸盐、二亚甲基亚枫产能扩张及磷矿石销量增加是明年收入增长点：

公司明年的利润增长点主要将来自公司新的二亚甲基亚枫和磷酸盐新增产能的投产、下游精细磷化工产品的开发以及公司磷矿石销量增加。

◆ 公司各项业务明年前景的分析：

我们预计磷酸盐业务明年仍会处难以走出景气行情，但是应该比目前的境遇略好。另外公司磷矿石业务明年有望大幅上升，主要是因为08年磷酸盐的行业景气使得公司大幅减少了磷矿石的销售。公司其它精细磷化工产品的开发有望带来新的利润增长点。

◆ 风险分析：

产品价格下跌超出我们的预期，资产负债率较高导致的资金周转问题。

烟台万华

烟台万华是典型的内生增长型的公司，未来公司新的增长点的形成、产能扩张和产业链的布局完善值得关注。

◆ 股价的催化因素在于MDI走出低谷以及公司自身产业链的完善：

公司过去走过的成功道路是高壁垒的MDI生产工艺的不断创新，目前MDI行业处于景气下滑阶段，而公司的产能增速亦在放缓。未来股价的催化剂主要是行业本身走出低谷、公司产业链的完善以及公司其它新材料领域的创新和发展。

◆ 公司明年的收入增长点主要是MDI本身产能增加：

公司明年的利润增长点主要将来自公司内部的成本优化以及MDI产能本身的增加。

◆ 公司各项业务明年前景的分析：

我们预计聚氨酯以及MDI本身明年仍会处于景气低谷，公司其它光气化新材料以及产业链的配套建设有望取得进展。

◆ 风险分析：

产品价格低迷时间超出我们的预期。

新安股份

我们认为新安股份是典型的内生增长后持续外延扩张的公司，公司未来的看点在于有机硅产业链的延伸、在农药和其它领域的收购。

◆ 股价的催化因素在于草甘膦有机硅走出低谷以及新的并购：

公司过去走过的成功道路是高壁垒的有机硅生产工艺的成功开发以及草甘膦有机硅生产的氯循环，目前有机硅和草甘膦行业处于周期底部阶段。未来股价的催化剂主要是行业本身走出低谷，另外公司良好的现金流和较低的资产负债率可以在行业周期底部进行适当的并购，这也是公司股价的有效催化因素。此外，公司所得税率有望因为高新技术产业而获得优惠，这也是值得期待的额外的利好因素。

◆ 明年的收入增长点主要是有机硅单体产能扩张及下游产品的开发：

公司明年的利润增长点主要来自公司新的10万吨有机硅项目的投产以及公司有机硅下游产品的开发、新的收购项目产生的利润。

◆ 公司各项业务明年前景的分析：

我们预计有机硅业务明年仍会处难以走出景气行情，但是应该比目前的境遇略好，另外有机硅下游产品的产能和品种的开发有望带来利润的增量。公司草甘膦业务明年预计由于新增产能的增加和下游需求的疲弱而处于低谷阶段，但仍然会好于目前的情况（草甘膦2—2.3万/吨的销售价格）。

◆ 风险分析：

产品价格低迷时间超出我们的预期。

广汇股份

广汇股份作为未来的煤基能源化工公司，值得投资者关注的是公司已经成功地开发了横跨中国东西的庞大LNG销售网络。未来的看点在于煤基甲醇二甲醚项目的顺利实施、LNG业务的扩张以及公司内部产业链的理顺。

◆ 股价的催化因素在于120万吨甲醇项目的审批通过：

公司未来的主要看点在于120万吨甲醇/80万吨二甲醚项目的实施，而增发的实施以及石油价格的上升对公司股价是一个较大的刺激因素。

◆ 明年的业务增长点主要是LNG产能扩张：

LNG目前在中国的能源结构中所占比例很小，预计有较大的幅度提高。公司在LNG领域拥有领先的技术优势和完善的客户服务系统，未来有望借此优势实现外延式的扩张。

◆ 风险分析：

120万吨甲醇项目的融资风险,LNG价格下跌。

华鲁恒升

我们认为华鲁恒升是典型的内生成长型公司，公司未来发展空间在于其内部的技术消化和成本降低。我们简单的点评如下：

◆ 股价的催化因素在于原油价格的上行：

公司的各项产品尿素、DMF、甲胺以及新的醋酸项目等都是粉煤气化的下游，其盈利能力和原油价格紧密相关，我们认为原油价格上行是一个股价的催化因素。

◆ 公司明年的收入增长点主要是新增醋酸项目和内部产能挖潜：

公司醋酸项目以及新的尿素产能挖潜是公司明年主要的利润增长点，公司的主要优势是水煤浆技术的优势，其煤炭的转化率明显高于行业平均水平。

◆ 公司各项业务明年前景的分析：

尿素业务估计会获得相对稳定的收益，按照行业的平均成本情况：我们估计华鲁煤头尿素平均赚取20—25%的毛利率水平是完全可以做到的；DMF以及醋酸业务，要看下游的需求以及原油价格，其成本优势能够保证其盈利；但是除了尿素其它的这些业务因为行业性的原因不可避免地未来1—2年内处于周期的低谷。

◆ 风险分析：

醋酸等新项目的开工情况低于我们的预期。

双环科技

双环科技产品主要是纯碱和氯化铵，壳牌煤气化的成功是公司发展的一个转折点，而宜化集团对双环集团的收购是公司管理上的一次革命性进步。

◆ 股价的催化因素在于纯碱走出低谷以及新建项目的成功：

纯碱目前显然已经是最坏的境况，行业性的事实亏损已经发生。未来纯碱走出低谷是公司股价的催化因素。另外，公司60万吨扩建为100万吨联碱、控股公司重庆宜化60万吨扩建为100万吨联碱这两个项目的顺利投产也成为明年公司股价的一个潜在催化因素。

◆ 明年收入增长点主要是有机硅单体产能扩张及下游产品的开发：

公司纯碱业务明年随着小的联碱厂家的关闭，估计会好于目前的状况。而纯碱的权益产能亦可以从80万吨/年提高到120万吨/年，我们预计明年公司纯碱业务的收入增加主要来自于产能扩张。而公司本身有需求相对稳定的氮肥即氯化铵业务，明年产能同样从80万吨/年提高到120万吨/年，估计可以增强公司的盈利能力。此外，公司壳牌装置的平稳运行、控股煤炭企业的开工也是公司新的利润增长点。

◆ 公司各项业务明年前景的分析：

我们预计纯碱业务明年仍会处难以走出景气行情，但是应该比目前的境遇略好，另外氯化铵业务预计好于其它化工品，因为其需求相对稳定。

◆ 风险分析：

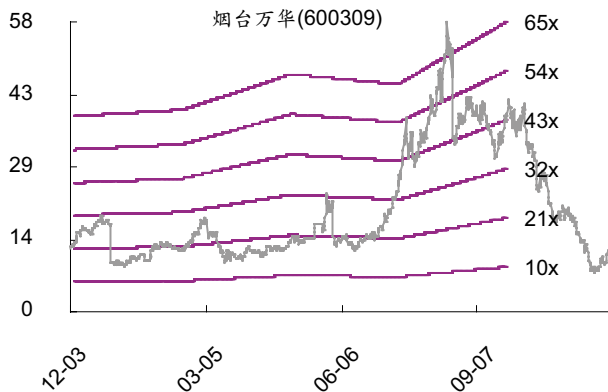
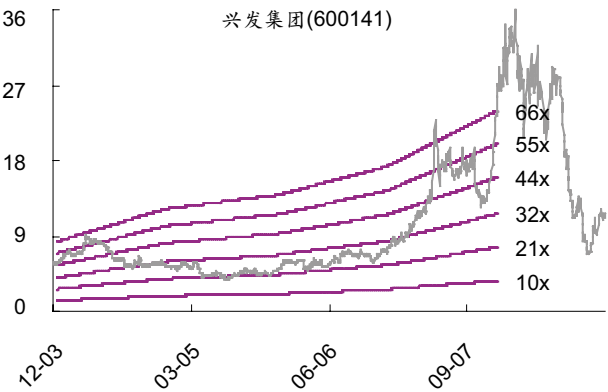
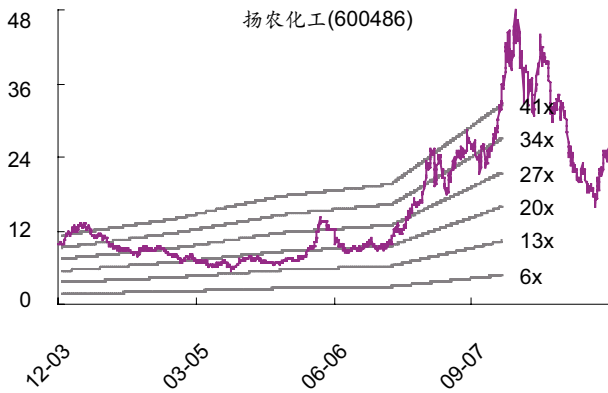
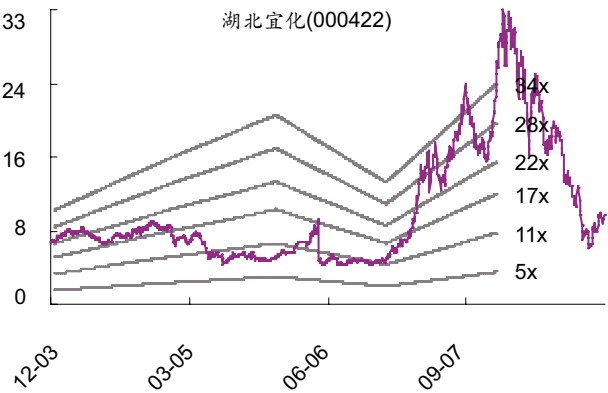
世界经济的下滑以及原油价格的低迷时间远超乎我们的预期，比如明年长期在50美元/桶以下运行。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	价格	流通A股 (百万股)	EPS (元)			P/E (x)			P/B (x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	上次	本次
000422	湖北宜化	8.19	482	0.72	0.84	0.8	11.4	9.8	10.2	2.1	1.8	增持	增持
600486	扬农化工	24.39	74	0.79	1.6	1.65	30.9	15.2	14.8	3.1	2.6	增持	增持
600141	兴发集团	9.89	197	0.3	1.2	1.1	33.0	8.2	9.0	2.2	1.8	增持	增持
600309	烟台万华	10.19	823	0.89	0.95	0.85	11.4	10.7	12.0	3.6	2.8	增持	中性
600596	新安股份	32.42	197	1.72	6	2.2	18.8	5.4	14.7	3.1	2.6	增持	中性
600256	广汇股份	8.52	472	0.45	0.45	0.4	18.9	18.9	21.3	2.7	2.4	NA	中性
600426	华鲁恒升	10.22	303	0.65	0.8	0.7	15.7	12.8	14.6	2.1	1.9	中性	中性
000707	双环科技	5.47	346	0.2	0.55	0.5	27.4	9.9	10.9	1.3	1.2	中性	中性

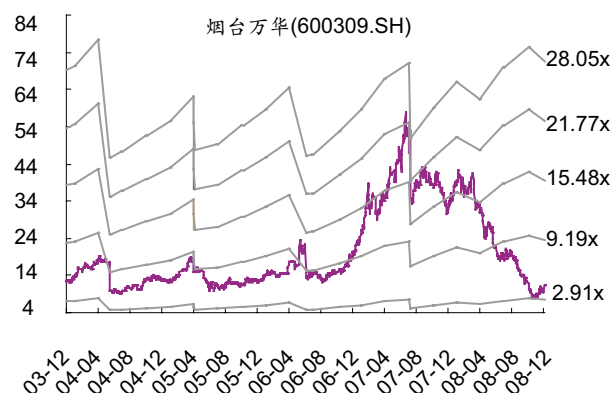
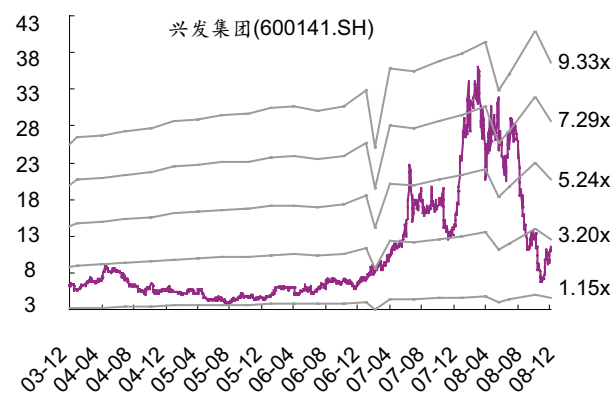
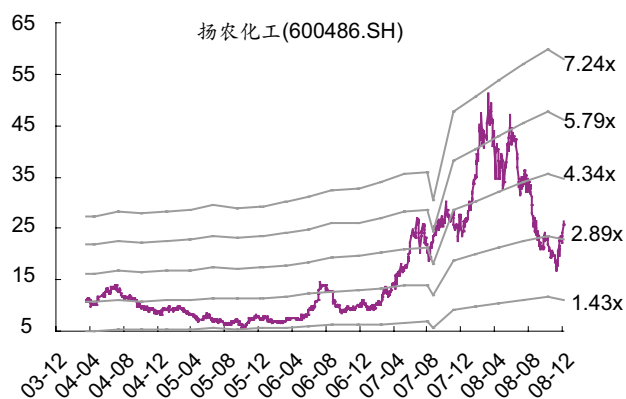
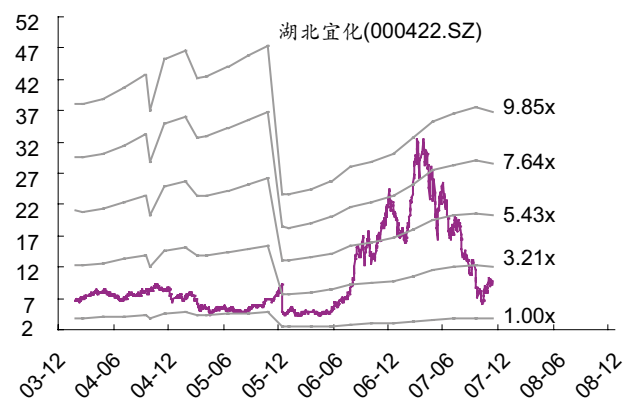
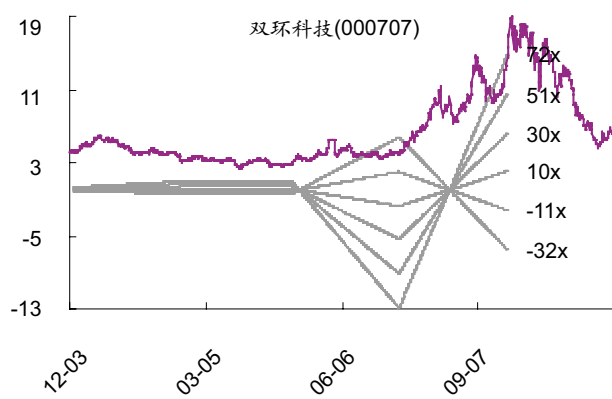
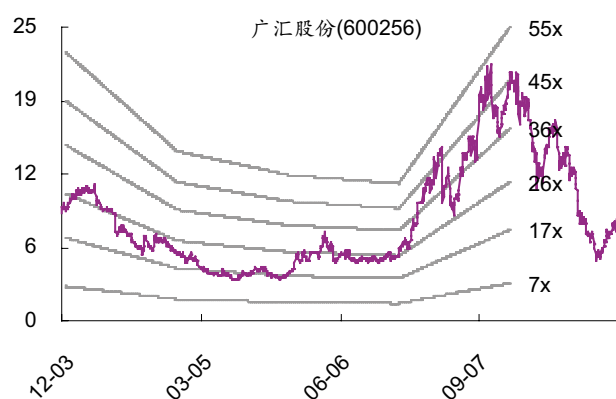
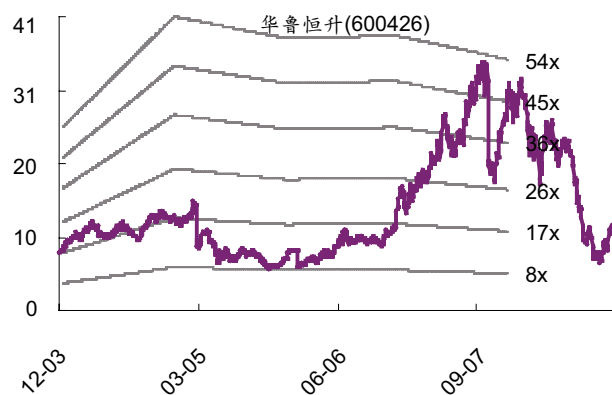
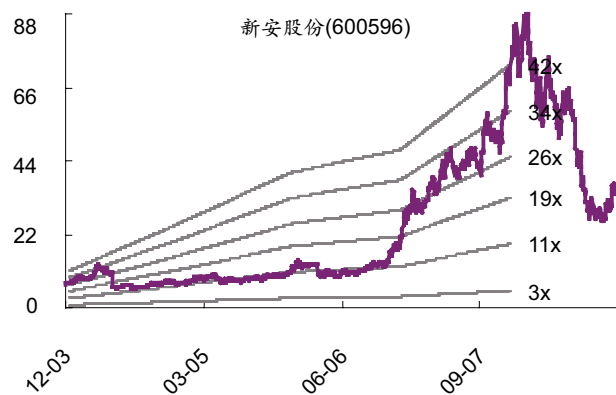
选择点评上述公司的原因是：1、持续跟踪。2、之前未报告覆盖但是我们认为弹性较大，可以在2009年给予关注。3、日期截至2008年12月25日
资料来源：光大证券研究所

上市公司PE Band图



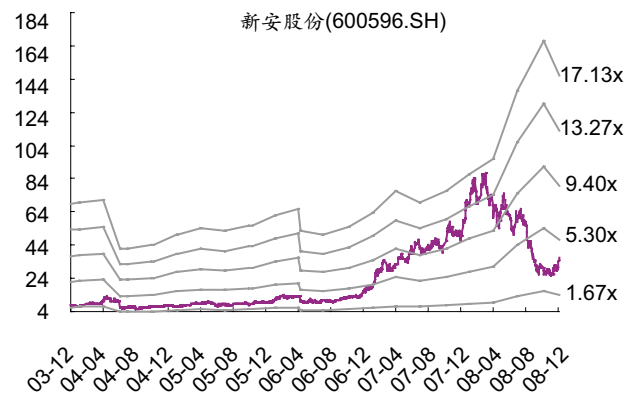
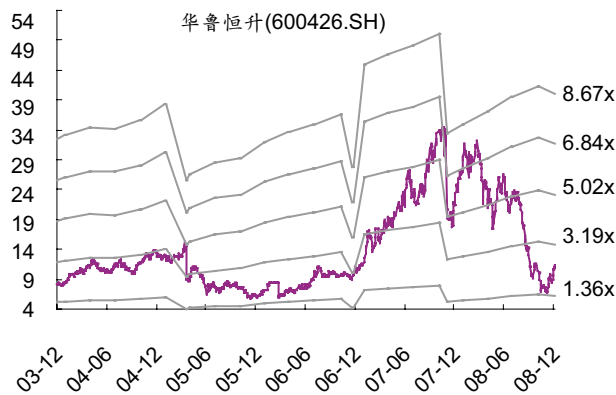
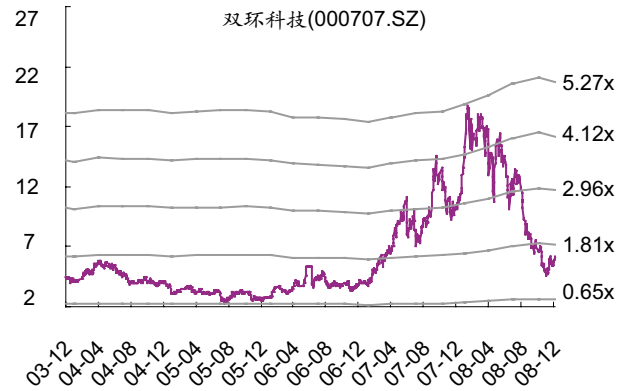
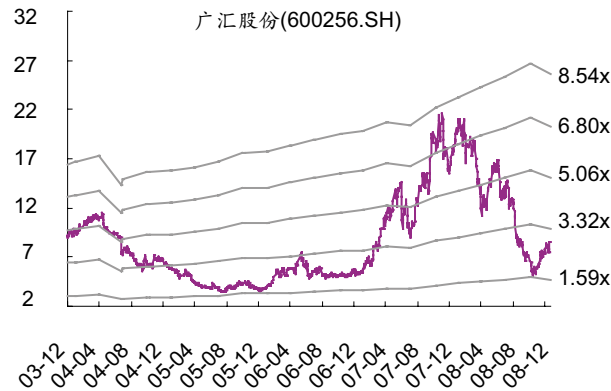
资料来源：光大证券研究所

上市公司PE Band图（续）



资料来源：光大证券研究所

上市公司PB Band图（续）



资料来源：光大证券研究所

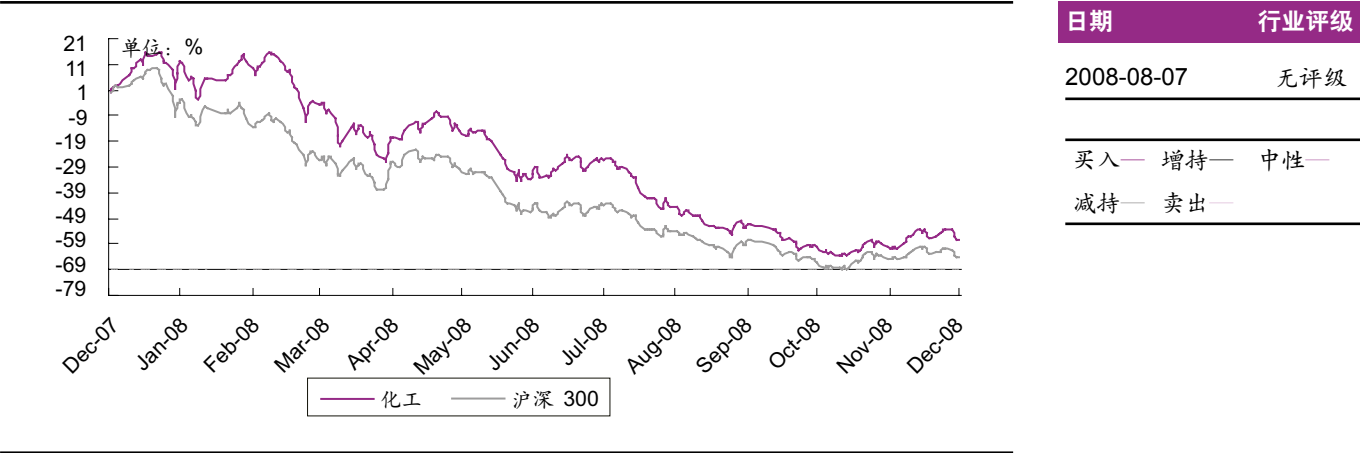
分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

化工

分析师：张力扬



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。
- 市场基准指数为沪深300指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。