

西部电价下调 VS 国际油价下跌

——关注氯碱行业变化中的投资机会

化工行业

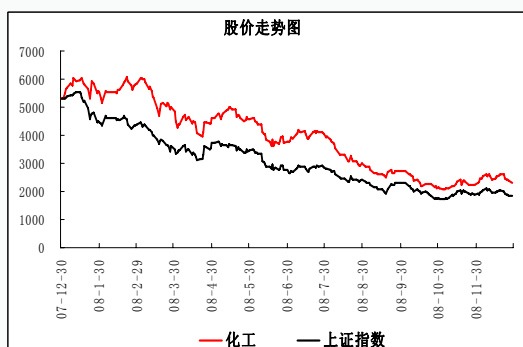
2008年12月31日

天相石化化工组

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅(%)
天相化工指数	2245	1.31%
上证指数	1846	-2.04%

行业指数近一年走势图



相关报告:

《化工行业在瑟瑟寒风中前行，各项税费改革带来一丝暖意》

本报告关注点:

- 电价下调能否为电石法PVC企业解困?
- 油价大幅下跌能否改变多年来乙烯法PVC的成本劣势?
- 处于周期性低谷的氯碱行业是否还有投资机会?

投资要点:

- 氯碱属于强周期性行业，全球PVC产业在本次金融危机中均遭到重创。我国PVC产业情况更为严峻。PVC终端下游行业房地产、汽车和出口塑料制品需求的加速下滑导致行业开工情况日益恶化，成本倒挂成为普遍问题。2008年11月，国内PVC行业平均开工水平进一步下滑到30%，其中，东部沿海地区的电石法PVC企业开工率更低。
- 近期西部部分省区推出的电价优惠措施对氯碱等高耗能行业具有积极影响。这些措施具有如下特点：一、地方政府主导，且为高耗能行业较为集中的西部省份；二、对象只是高耗能行业中符合国家产业政策的企业；三、短期优惠政策，一般是2-4个月。相关措施显示了各地方政府稳定地方工业、保经济增长的决心。同时，这种地域性的政策倾斜也为企业优胜劣汰提供了外部契机。
- 国际油价高台跳水，使得我国乙烯法PVC近年来首次成本战胜电石法PVC。随着国家治理力度加大，电石法PVC相对乙烯法绝对成本优势的时代已经结束。成本倒挂导致部分东部地区电石法PVC企业改用进口氯乙烯单体；而采用进口乙烯或者二氯乙烷生产PVC，利润空间更大。但由于从订购进口原料到货投入使用与市场行情产生滞后，国内传统乙烯法和混合法PVC企业尚未进入享受成本大幅度降低的最佳状态。
- 维持对行业“中性”投资评级。建议根据两条线索把握投资机会：一、从企业微观经营环境改善的角度重点关注：1) 受益优惠电价政策而成本改善的西部氯碱企业，如金路集团、云南盐化；2) 受惠于国际油价下跌而出现成本拐点的东部氯碱企业，如氯碱化工、ST金化。二、从重组、资产注入等近期热点题材角度，关注云南盐化、英力特、ST金化。

天相石化化工组

010-66045426 sunqi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

事件：

1. 四季度以来，内蒙古、云南、甘肃、宁夏、四川等西部省区先后推出电价下调等优惠政策，其中电价下调 4-8 分/千瓦时。

2. 下半年以来国际原油价格大幅度走低，从最高时的 147 美元/桶左右已跌去近 70%。

1. 氯碱行业处境艰难，地方政府帮助企业度过难关

1.1 成本倒挂、氯碱行业经历前所未有的困境

➤ 电石、PVC 下半年来形势急转直下，正在经历十年来最严峻的考验。

2008 年下半年国内化工产品都出现了产量萎缩的局面，氯碱行业又是化工的重灾区。烧碱、电石、PVC 产量逐月加速下滑的态势非常明显。

图表 1：国内氯碱产品月产量

	烧碱		电石		聚氯乙烯	
	月产量 (万吨)	增幅同比 (%)	月产量 (万吨)	增幅同比 (%)	月产量 (万吨)	增幅同比 (%)
2008-01	145.59	6.34%	114.84	11.10%	75.45	3.58%
2008-02	136.8	9.18%	108.65	0.51%	75.42	12.01%
2008-03	169.5	17.14%	123.11	3.98%	84.28	12.20%
2008-04	165.4	20.38%	136	20.78%	82.99	8.17%
2008-05	164	15.17%	132.36	10.56%	80.25	2.76%
2008-06	164.08	12.31%	139.92	9.95%	84.07	4.55%
2008-07	163.08	17.41%	123.39	3.60%	79.89	3.03%
2008-08	153.6	7.11%	125.4	0.72%	75.77	-5.87%
2008-09	148.1	-0.74%	113.8	-13.16%	67.40	-20.43%
2008-10	135.7	-8.06%	84.08	-38.49%	54.33	-34.41%
2008-11	123.3	-21.8%	69.4	-49.1%	49.7	-38.7%

资料来源：国家统计局

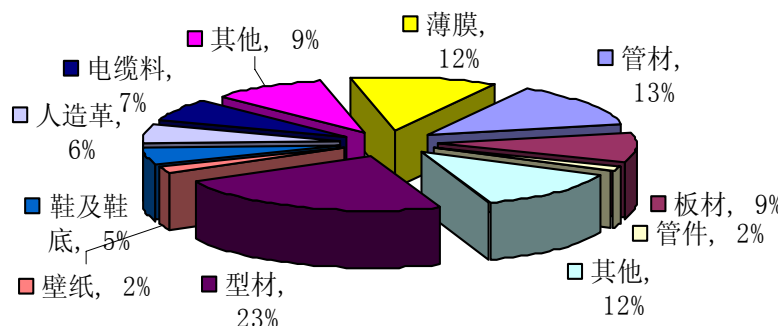
据石化协会最新统计数据显示，2008 年 1-11 月，烧碱累计产量为 1714 万吨，同比增长 3.7%；PVC 累计产量为 822 万吨，同比下降 2.7%；电石累计产量为 1288 万吨，同比下降 4.03%，鉴于国内 PVC 企业平均开工率仍不足四成，考虑供给与需求两个方面均难见明显好转，预计全年 PVC 产量同比为负增长，为多年来的首次。

➤ PVC 受损于终端下游低迷不振。

PVC 终端下游行业主要为房地产、汽车和出口塑料制品等，其中房地产构成 PVC 最终用途的 60% 以上。在国内，由于房地产市场增速放缓，聚氯乙烯在塑料管材、型材等建筑材料的消费量锐减 80%。国际上，受全球性金融风暴影响，我国人造革、塑料管材和型材等塑料制品出口大幅减少，沿海地区大量塑料加工企业倒闭。根据中

国氯碱工业协会的调查, 2008 年 8 月初广东、浙江、福建等地 30% 以上的塑料加工企业已经倒闭, 在浙江余姚塑料城, 破产倒闭的塑料加工企业甚至超过 40%。

图表 2: PVC 下游行业分布



资料来源: 天相投顾整理

➤ 氯碱属于强周期性行业, 在金融危机中全球 PVC 产业都遭到重创。

2008 年 11 月份, 亚洲主要 PVC 生产和出口大国日本 PVC 产量同比下降 28.2%, 环比下降 9.2%。同时 PVC 出口量同比下降 42%, 环比下降 3.8%。11 月份北美 PVC 产量 37.33 万吨, 同比下降 24.9%, 环比下降 34.7%。

这样的背景下, 我国的 PVC 行业不但不能幸免, 反而较国际同行情况更为严峻。

从供给角度, 我国近几年 PVC 行业扩张过快, 产能已经处于过剩状态。2007 年国内产能 1520 万吨, 而产量 971.7 万吨, 意味着国内平均产能使用率不到七成。

从成本角度, 我国 PVC70% 左右是电石法, 前几年经济形势良好时, 较乙烯法有成本优势。随着国家日益加强环保整治力度、对资源消耗产品严格控制, 我国电石法 PVC 成本逐步走高, 目前已经完全丧失了优势。资料显示, 在情况最为严重的 2008 年 10 月初, 山东 PVC 企业电石采购价在 3750-3900 元/吨之间, 企业销售 PVC 价格在 6500-6700 元/吨之间, 每吨 PVC 要亏损 1300-1400 元左右。

多重压力下, 国内企业只能减产、直至停产。

图表 3: 部分氯碱上市公司停产、减产公告

公司	公告内容	公告时间
宝硕股份	考虑到公司氯碱生产企业产品设备全面检修的需要, 公司经营层决定公司氯碱生产企业暂时全系统停止生产	2008 年 9 月 11 日
云南盐化	2008 年 10 月, 公司 10 万吨/年聚氯乙烯、10 万吨/年离子膜烧碱装置根据生产计划停产检修	2008 年 11 月 3 日
中泰化学	公司自 10 月份以来, 平均按 70% 左右的生产负荷, 组织聚氯乙烯产品和烧碱产品生产, 以保证公司盈亏平衡, 最大可能减少和避免亏损	2008 年 11 月 8 日
南化股份	2008 年 10 月, 公司 10 万吨/年聚氯乙烯、10 万吨/年离子膜烧碱装置根据生产计划停产检修	2008 年 11 月 28 日
氯碱化工	受上游乙烯供应不足和下游企业装置停产、减产的影响, 二氯乙烷生产装置无法维持生产, 本月中旬起临时停产 20 天左右、烧碱装置也将相应减产	2008 年 12 月 1 日

资料来源: 天相投顾整理

形成对照的是，上述公司在产销两旺的 2007 年不但无一发布类似停产、减产公告，而且基本实现了满负荷生产。

作为行业中盈利能力最强的群体，上市公司尚且如此，其它企业更是可想而知。据中国氯碱工业协会 2008 年 10 月份的统计，国内电石法 PVC 重点企业较为正常开工的不足 30%，1/3 左右停车或检修，其余开工率亦在三成左右。

2008 年 11 月，国内 PVC 行业平均开工进一步下滑到 30%，而电石行业的最低开工率只有 20%。从地理上，东部沿海地区的电石法 PVC 企业因电石外购，成本较高，同时还要承担高电价，开工比例更低于全国平均水平。

1.2 电力是氯碱行业主要成本，稳定高耗能行业对西部省区意义重大

自 2008 年 11 月中旬开始，西部各省区出台电价优惠措施。其中，四川省因震后重建的需要，在全国率先启动了有关优惠政策。

图表 4：部分西部省区出台电价优惠措施

省区	优惠对象	优惠内容	执行时间
四川	多（单）晶硅、钒钛、电解铝深加工、氯碱、碳素、黄磷、电石、钢铁等企业，以及四川 6 个地震重灾市州的重点工业企业	直购电：水电厂最高限价为批复上网电价的 85%（龚嘴、铜街子两电厂为 95%），火电厂为批复上网电价的 95%；水、火电厂的最低限价均为批复上网电价的 50%	2008 年 9 月起
内蒙古	符合国家产业政策和环保要求的铁合金、多晶硅、单晶硅，工业硅、电石、氯碱化工、氟化工企业	生产用电下浮 8 分/千瓦时；上述行业拥有自备电厂的企业网上购电部分享受同等政策。	2008 年 11 月 17 日至 2009 年 2 月 17 日，实施期限初步确定为 3 个月。
	符合国家产业政策和环保要求的黑色金属冶炼、有色金属冶炼及深加工企业	生产用电下浮 4 分/千瓦时，上述行业拥有自备电厂的企业网上购电部分享受同等政策。	
广西	钢铁、电解铝、电解锌、烧碱等行业		2008 年 11 月至 12 月
云南	符合国家产业政策和环保要求的铝、铜、锡、铅锌、钢铁、铁合金、黄磷、电石、烧碱、水泥行业的企业	生产性用电电价在平水期电价的基础上，下浮 6 分/千瓦时	2008 年 12 月 1 日起至 2009 年 3 月 31 日
甘肃	电石等行业的企业	用电价格降低 4 分/千瓦时	2008 年 12 月 1 日起
宁夏	电石等行业的企业	用电价格降低 5.2 分/千瓦时。	2008 年 11 月 1 日起
四川	电解铝、氯碱、碳素、黄磷、电石、钢铁、铁合金（含工业硅）行业的企业	在执行直购电价格基础上，用电价格再降低 7.4 分/千瓦时。	2008 年 12 月至 2009 年 3 月

资料来源：天相投顾整理

➤ 电力是氯碱行业的主要成本。

以全国平均电价 0.5 元/千瓦时为例，电力占烧碱、电石等氯碱产品成本的 5 成左右。

目前西部各省区电价下调幅度为 0.04-0.08 元/千瓦时，按照电价下调平均值 0.06 元/千瓦时计算，可以降低烧碱、电石法 PVC、电石成本的 6-8%。

图表 5：电价对成本构成分析

	电力单耗 (度/吨)	电力成本占比 (%)	产品成本 (元/吨)	产品价格 (元/吨)	产品毛利 (元/吨)	电价下调 6 分降 低成本 (元/吨)
烧碱	2390	43%	2779	2800	21	143
电石	3450	54%	3194	2900	-294	207
电石法 PVC	6151	42%	7323	6650	-673	369

资料来源：天相投顾整理

从计算结果可以看到，目前的电价下调尚不能使企业完全摆脱成本倒挂的局面。

实际上，我国各地区电价差异很大，以 2008 年 9 月份本轮地方政府电价下调前的水平，南方区域平均销售电价最高，为 0.57 元 / 千瓦时，西北最低，为 0.37 元 / 千瓦时。因此企业的成本差异也比较大。总体上，西部地区电石法 PVC 企业电力成本低于全国平均水平，因此可以更多借电价下调而基本扭转成本倒挂局面，从而一定程度上恢复生产负荷。

➤ 地方政府的优惠措施显示着稳定地方工业、保经济增长的决心。

随着时间推移，我们预计将看到电价下调以外越来越综合的优惠措施。比如宁夏中卫政府推出电价优惠和“一企一法”政策，包括铁路运输 700 元代理费暂免、环保费、杂费暂免、电石企业电价每千瓦时优惠 0.08 元等，并拿出 6000 万元专项资金、用于补贴困难企业恢复生产等。

地方政府保工业是必然之举。首先，高耗能行业也是高载能行业，往往在西部省区经济占比大，例如在内蒙古售电量中，电石、硅铁等高耗能电量占 45%以上，宁夏冶金行业用电量和出口额占据宁夏工业用电量和出口总额的一半。其次，高耗能行业运行情况直接影响着煤炭、电力等其它基础行业。再次，高耗能行业和其关联行业承担着地方大量就业，对于社会稳定意义重大。

电价下调对于恢复用电量效果明显。继 2008 年 10 月全国用电量出现本轮经济周期以来首次负增长，达到-2.18%；11 月全国用电量同比增长-8.33%，加速下滑趋势令人担忧。作为此轮电价降低的启动者，内蒙古自治区 2008 年 11 月 17 日起实行对部分高耗能行业的电价优惠，促使下游企业负荷陆续恢复。截止 12 月 17 日，全区日平均供电负荷较上月增加 77 万千瓦，日供电量增加 1842 万千瓦时。全区发电量有望 12 月止跌。

➤ 本轮各地政府出台优惠措施有鲜明的特点

我们在 2008 年 11 月初已经预期地方电价下调将是一个较为普遍的现象，并在《化工行业在瑟瑟寒风中前行，各项税费改革带来一丝暖意》总结其特点：

- 一、地方政府主导，且为高耗能行业较为集中的西部省份；
- 二、对象只是高耗能行业中符合国家产业政策的企业；
- 三、短期优惠政策，一般是 2-4 个月，届时视情况决定是否延长。

1.3 地域性的政策性倾斜为企业优胜劣汰提供了外部契机

虽然，电价下调尚不能使企业完全摆脱成本倒挂的局面，但是仍意义重大。

一、电价下调与税费减的作用不只是为了企业盈利能力的恢复。在目前成本倒挂导致电石、氯碱行业平均开工二到三成的情况下，4—8 分的电价下调带来 6—10% 的成本差异直接决定着企业装置停工与否。政策出台后，各省的骨干氯碱企业先后一定程度恢复了负荷。

二、当前的严峻形势为这些产能过剩行业的整合提供了外部机会，而符合国家产业政策的企业得到扶持，有利于提升行业的整体竞争力。

图表 6：部分氯碱上市公司恢复生产公告

公司	公告内容	公告时间
云南盐化	因云南省电价下调，公司 10 万吨/年聚氯乙烯、10 万吨/年离子膜烧碱装置于 2008 年 12 月 12 日以 50% 的生产负荷恢复生产。	2008 年 12 月 16 日
南化股份	公司经安全隐患停产整改后，根据南宁市及自治区上级部门的有关批示精神，已恢复生产	2008 年 12 月 22 日

资料来源：天相投顾整理

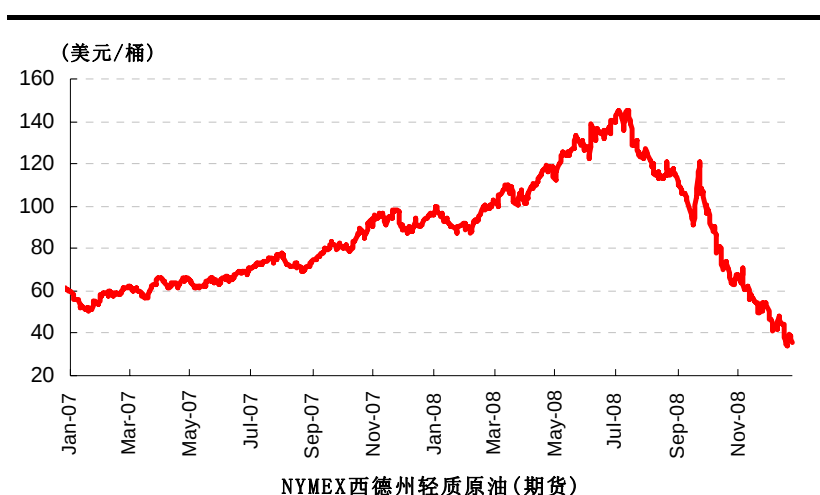
2. 国际油价大幅走低，乙烯法 PVC 在困境中迎来转机

2.1 乙烯法 PVC 近年来首次成本战胜电石法 PVC

➤ 国际油价大跌，导致下游石化制品价格跳水。

国际油价在 2008 年 7 月达到创纪录的 147 美元/桶之后，掉头向下，一路跌到目前的 40 多美元/桶。这带动了下游石化产品随之高台跳水。

图表 7：国际原油价格走势



资料来源：化工在线

我国乙烯法 PVC 按照原料的来源细分为乙烯、二氯乙烷、氯乙烯单体几种合成路线。从工艺链上，它们越来越靠近最终产品，因而附加值越来越低，但与 PVC 价格联

动也越来越紧密，企业承担原料与产品价格倒挂的风险减小。

➤ **成本倒挂，部分东部电石法PVC企业改弦易辙。**

早在2008年上半年，我国东部地区企业电石供应紧张时，三友化工（600409）尝试租用天津港储罐，通过进口氯乙烯单体实现PVC生产电石法与乙烯法两条腿走路。而到下半年，东部沿海的更多企业开始考虑改用乙烯法工艺路线。他们大多数是采用直接进口氯乙烯单体，这样只进行生产最后的聚合一步，不需要对现有设备进行改动。虽然附加值低，但是至少可以避免其它同行的成本倒挂困境。

➤ **无论采用何种原料，目前的乙烯法PVC都有利润空间。**

以目前的二氯乙烷、氯乙烯等石化原料国内人民币现货价格计算，乙烯法PVC企业毛利在500-2000元/吨，可谓暴利。

图表 8：不同工艺乙烯法 PVC 盈利分析

	原料价格 (元/吨)	产品成本 (元/吨)	产品价格 (元/吨)	产品毛利 (元/吨)
氯乙烯国内现货	4500	6000	6500	500
二氯乙烷国内现货	1650	4600	6500	1900

资料来源：天相投顾整理

值得注意的是，国内企业的原料基本是美元结算的进口货源。而从订购进口原料到到货投入使用与市场行情产生至少 1-2 个月滞后，在原料价格快速下滑的阶段，企业不断使用的是前期较高成本购入的原料。因此国内**传统乙烯法和混合法 PVC 企业尚未进入享受成本大幅度降低的最佳状态**。根据目前国际原油价格逐步探底和企业的库存状况，预计 2009 年 2 月以后，乙烯法和混合法 PVC 企业将开始充分发挥成本优势。

但无论是哪一种原料，其成本都已经低于电石法 PVC。我国**乙烯法 PVC 在近年来首次成本战胜电石法 PVC**，而且这种趋势还随着国际油价的不断下滑而加大。

2.2 乙烯法 PVC 的优势不是短暂

从中期看，美国的次贷危机导致全球石油消费不足，一般预计国际油价在2009年维持在40-70美元/桶之间。粗略匡算，乙烯法和电石法的盈亏平衡点在70美元/桶左右，因此**乙烯法将在未来一两年内继续保持成本优势**。

乙烯法符合国家产业政策。根据国家发改委2007年《氯碱行业准入条件》，除搬迁企业外，东部地区原则上不再新建电石法聚氯乙烯项目和配套的烧碱项目。而国家对电石法PVC的监管则日趋严格。

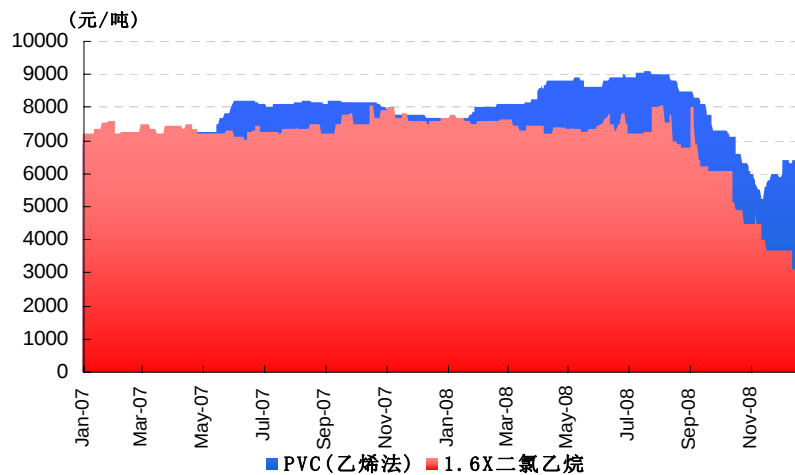
2.3 两种工艺路线将长期并存发展

➤ **中国电石法PVC绝对成本优势时代已经结束。**

多年来，电石法 PVC 比乙烯法 PVC 有 1000 元/吨左右的绝对成本优势，因此不断侵占着乙烯法 PVC 的市场空间。但是进入 2008 年，情况发展转变。随着国家对于环保和能耗问题的日益重视，电石治理成本提升；前几年电石法 PVC 的过度扩能，对电石需求放大，导致电石价格逐步抬升。乙烯法 PVC 和电石法 PVC 的价格差稳步缩减。在 2008 年 4 季度，甚至某些时候出现了前者比后者价格还低的“反常”情况。

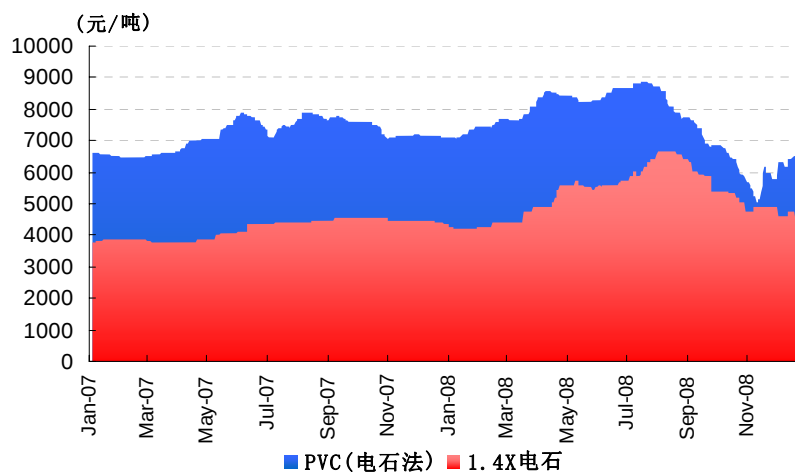


图表 9：乙烯法 PVC 价差图



资料来源：化工在线

图表 10：电石法 PVC 价差图



资料来源：化工在线

➤ 中国乙烯法PVC存在供应瓶颈。

无论是氯乙烯单体，还是乙烯或者二氯乙烷，均为气体或者液体危险性化工品，对运输、仓储要求条件苛刻。因此只有东部沿海的部分企业具备完善的乙烯法 PVC 的生产条件。相关上市公司，目前只有完全乙烯法的氯碱化工（600618）和进口二氯乙烷与电石混合法的 ST 金化（600722）。江山股份（600389）等少数公司已经在前几年放弃乙烯法装置而改用电石法。若改造生产装置为乙烯法不仅耗时较长、成本较高，并且存在国际原油价格波动风险，所以国内电石法 PVC 企业不会轻易行动。

此外，国内的石油资源不足，中国原油自给率只有约 45%，乙烯法 PVC 有依赖国际进口的风险。比如氯乙烯单体进口被日本商社控制，其在近来开始提价产品价格，压缩国内企业利润空间。当然，这个问题自 2009 年我国各地几套大型百万吨乙烯装置的陆续投产有望一定程度缓解。

因此，中国电石法和乙烯法的并存局面还将长期延续下去，不存在一种吞并另一种的可能。



3. 投资机会分析

3.1 2009 年 PVC 需求难以根本好转

虽然西部部分省区的电石法PVC企业借助当地电价优惠产生了差异化的成本优势，东部乙烯法PVC企业有趋势性成本改善，但是**市场的最终回暖、企业盈利的根本好转都仍依赖于下游需求的复苏。**

鉴于房地产、汽车等是PVC行业的主要下游，虽然国家启动了4万亿经济刺激计划，但是房地产、汽车市场的启动还需要时间。出口市场由于国际主要进口国经济复苏乏力，短期内难有起色。

因此，我们维持对电石及下游氯碱行业市场将继续低迷的判断，但这种预期已经反应在公司股价上，所以对行业整体给予“中性”投资评级。

3.2 在变化中把握氯碱行业的投资机会

在2009年经济整体低迷情况下，我们仍然认为可以把握氯碱行业的一些投资机会。

从时点上，**氯碱行业具有明显的季节周期性。**PVC在每年冬季进入传统淡季，春节后复苏。目前市场人士对2009年3月份以后市场的启动持有一定希望。

从个股上，氯碱行业面临的整体严峻局面使得企业在2009年的业绩将明显分化，我们建议以**微观经营环境改善和重组、资产注入概念**为主题进行选择公司。

➤ 金路集团：最早享受优惠政策、地震后化害为利

公司是西南电石法PVC最大的上市公司，目前PVC产能30万吨，烧碱产能25万吨。

上半年因“5.12”汶川大地震，公司生产和原料供应都受到了影响。地震后破产的子公司德阳电化，近年来连年亏损。公司对其资产减值到去年已经完成，因此对今年的业绩没有影响。总体来讲是德阳电化破产对公司的影响是正面的。

此轮四川电价优惠政策中，包括公司等在内的21家已经列入2008年12月-2009年3月直购用电企业名单的企业，可率先于今年12月1日开始享受扶持；7行业中的其他企业从明年1月1日起执行。而四川灾区大规模震后重建将在2009年启动，**公司有望获得当地化的市场优势。**

公司2008年前三季度归属于母公司所有者净利润-1870万元，预计公司2008年扭亏困难。但建议投资者根据公司主业运行环境变化，把握动态投资机会。

➤ 云南盐化：区域垄断优势、将被云天化重组

公司目前PVC产能13万吨，烧碱产能13万吨。云南省氯碱企业很少，而烧碱是危险化工品，具有销售半径，因此公司在地区内具有相对垄断地位。公司将投资建设云南开化碱业有限责任公司，拟为云南文山80万吨/年氧化铝项目建设配套所需烧碱。未来收益较为稳定。

2008年10月，公司10万吨PVC、10万吨烧碱装置停产检修。公司初步测算，PVC



减产约1.8万吨、烧碱减产约1.6万吨。此轮云南电价下调，在2008年12月2009年3月期间，公司电价每千瓦时在平水期基础上下浮0.06元。公司吨烧碱电费成本将比上年同期下降约140元，公司控股子公司云南普阳煤化工有限责任公司吨电石电费成本将比上年同期下降约350元。2008年12月中旬，公司已经复产50%。

此外，公司和*ST马龙(600792)被云天化(600096)吸收合并，实现**云天化集团整体上市**。整体上市将有助于集团优势整合，达到更好的经济效益。整体上市后的新公司有望成为全国最大的磷矿采选企业，亚洲第一、世界第二的磷复肥生产商。公司股票的换股价格为26.17元/股，获得溢价比例为20%，与云天化的换股比例为1:0.51。对合并方案投出有效反对票异议股东的相关股份，将获得每股26.17元的现金选择权。目前该方案已经董事会通过，待股东大会、证监会、国资委等审批，尚存在不确定性。

公司2008年前三季度归属于母公司所有者净利润-0.31亿元，年内难以扭亏。但提醒投资者结合云天化整合进程，把握投资机会。

➤ 英力特：电石、电力一体化程度较高、背靠国电集团

公司用电自备率达到90%，在氯碱行业中一体化程度最高，成本优势最为明显。目前有电石法PVC产能28万吨，烧碱产能21万吨，2台200MW的发电机组。此外，公司持有43.71%股份的宁夏西部聚氯乙烯公司有PVC产能14.5万吨、烧碱产能11万吨、2台200MW的发电机组。

公司**配股融资计划已获得证监会通过**，拟用于从母公司手中收购西部公司40.76%的股权，并偿还新建PVC、烧碱产能的6亿元银行贷款。收购完成后将进一步增强公司盈利能力。

近日公司经最近**国电电力(600795)收购其大股东英力特集团后，实力有望进一步增强**。特别是国电电力推进宁东乙炔化学工业园的规划和建设，为公司未来发展提供了更广阔空间。

提醒投资者关注公司资产注入的进程和国电集团下一步整合的措施。

➤ 氯碱化工：国内最大乙烯法PVC企业、投资收益增添业绩稳定性

目前公司烧碱产能约85万吨，为国内最大。公司是上市公司中唯一乙烯法PVC企业，各种PVC总计55万吨产能，且乙烯、二氯乙烷、氯乙烯单体三种生产工艺都具备，具备较强的不同原料切换能力。此外，公司36万吨二氯乙烷可供国内其它乙烯法PVC企业使用。

2008年上半年，占公司销售收入46%的乙烯法PVC因国际油价高企而出现-8.8%的毛利。公司PVC业务待公司**前期以较高价格进口的二氯乙烷等原料库存消耗完毕后，在2009年春季后盈利能力将大为好转**。

此外，**投资收益是公司的一大看点**。2008年上半年，公司参股亨斯迈公司获得的投资收益3,998万元，占当期公司投资收益的51%、净利润的比重93%。但需注意的是上海化工园区的其他关联企业生产经营将直接影响公司的效益。

公司有望受益于**上海国企改革稳步推进**。母公司华谊集团旗下多项质地良好的资产，特别是其参股的内蒙古亿利化学工业有限公司，目前年产40万吨PVC，40万吨离子膜烧碱，并计划分别扩产到100万吨。华谊集团将其持有的亿利化学股权委托公司管理，因同业竞争关系，该部分资产注入公司预期较大。

自2008年12月中旬起，受上海化工区上游乙烯供应不足和下游企业MDI、TDI 装置停产、减产的影响，公司二氯乙烷、部分烧碱装置停产20天左右，PVC装置也减低生产负荷。公司2008年盈利将较为有限，但建议投资者关注其业务基本面的改善情况和资产注入的进展，把握投资机会。

➤ ST金化：国内最大混合法PVC企业、优质资产待注入

公司是国内最大的混合PVC工艺路线企业。PVC产能23万吨，使用的二氯乙烷和电石两种原料各占一半。产品的特点是品质优于普通电石法，而成本较低。

公司2008年3月经过重整，生产设备重新启动，目前运行情况良好，待前期以较高价格进口的二氯乙烷库存消耗完毕后，在2009年春季后公司盈利能力将大为好转。6万吨烧碱搬迁改建项目将于2009年投产，届时有望提高公司产品的协调盈利能力。

公司拟分别向母公司金牛能源和邢矿集团发行股票，用于购买其下属玻纤公司和钾碱公司的全部资产，已获得国资委和证监会批复同意，有效期至2009年1月2日。但因市场价格远低于增发价格，而将无法进行。按照证监会今年10月的最新规定：法院裁定批准重整计划的上市公司发行股份购买资产，其发行股份的价格由相关各方协商确定，不再适用现行“上市公司发行股份的价格不得低于本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价”。拟注入生产性资产处在供不应求的子行业，盈利能力良好，可增加公司年利润1.3亿元。鉴于新的控股股东金牛能源重组公司后，有意将公司化工业务做大做强。待时机成熟，该项目重启仍值得期待。

2008年重整后，公司生产装置3月份才开始恢复运行，前期的运行成本较高，而且有一定的历史负债包袱，预计公司年内难以扭亏，但建议投资者关注公司动态，把握交易性投资机会。

➤ 沈阳化工（000698）：亚洲糊树脂龙头、炼油板块将有稳定盈利

公司拥有亚洲最大的糊树脂产能13万吨。糊树脂是PVC行业的细分市场，公司采用电石法工艺，所以竞争没有普通电石法PVC那样激烈。公司有着比较完备的上下游配套体系，而且定向增发后资金充裕，在行业低谷中的生存能力强。

公司募集资金建设的50万吨催化热裂解制乙烯项目将于2009年初完工运行。目前成品油炼制占公司销售额的70%，前几年因国内成品油定价机制，公司政策性的微利甚至亏损。随着新的成本油定价政策于2009年1月1日实施，该板块未来有望确保一定的盈利空间，从进一步稳定公司的盈利水平。

图表 11：相关上市公司估值表

股票简称	股票代码	投资评级	股价（单位：元）	EPS（单位：元）			PE（单位：倍）			PB
				08E	09E	10E	08E	09E	10E	
金路集团	000510	中性	2.56	-0.09	0.1	0.15	-	26	17	1.03
云南盐化	002053	中性	9.18	-0.24	0.2	0.29	-	46	32	1.34
英力特	000635	增持	8.42	0.85	0.91	1.19	10	9	7	1.94
氯碱化工	600618	中性	3.14	0.06	0.07	0.09	52	45	35	0.94
ST 金化	600722	中性	2.28	-1.21	0.11	0.18	-	21	13	-2.05
沈阳化工	000698	增持	5.89	0.42	0.59	0.88	14	10	7	0.79

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014