

行业动态研究报告

整体业绩低位趋稳，但持续性尚待观察

价格：短期整体小幅上升

本期内，全球原油价格继续延续价格下跌走势。整体而言，化工医药产品价格近期出现反弹局面，主要有两方面原因：一是，春节过后，经过去年的大幅下跌，多数企业存货处于较低状态，甚至没有，因此年后开工需要备货；二是，部分停车的企业在年后也陆续开工（尽管开工率依然较低），原有开工率较低的企业也小幅提升开工率，使得市场供需关系发生变化，产品价格回升。

盈利：价增量稳，化医整体盈利仍待观察

前期库存年前多数企业已经消化，库存压力基本得到缓解，伴随着大部分化工企业年后陆续恢复开工，产品价格小幅提高，但行业整体需求情况尚未完全恢复，化医整体盈利仍待观察，

预期：长期看好新材料，医药盈利相对稳定

维持上期观点：产能存在内涵式扩张的化工新材料企业值得继续重点关注，如烟台万华（600309）。受国家监管的民爆产业的上市公司久联发展（002037）、江南化工（002226）值得继续重点关注。

另外，收益 4 万亿投资直接拉动的沥青行业上市公司路翔股份（002192）值得重点关注。

新医改方案于 2009 年 1 月 21 日通过，新医改将可能给行业带来结构性的机会：1.大病专科用药将继续受益于医保人群加大以及保障水平的提高，是确定性最高的机会；2.国家加大投入将会给政府采购品种带来高速增长，这包括基础医疗器械和疫苗行业；3.基本药物制度的实施将有可能使大型普药企业和部分重点企业从中受益。

表：油气化医“买入”级上市公司业绩预测/EPS

代码	名称	2008E	2009E	2010E
600309	烟台万华	1.07	1.79	2.71
002226	江南化工	0.55	1.87	2.71
002170	芭田股份	0.46	0.72	1.02
002022	科华生物	0.57	0.83	1.14
002037	久联发展	0.26	0.80	1.03
002192	路翔股份	0.25	1.50	2.10

油气化医

石油制品	增持	维持
专用化学	增持	维持
钾肥制造	增持	维持
化学药剂	增持	维持
中成药品	增持	维持
生物生化	增持	维持

P.Chem.研究组 李静，赵献兵等

010-85130595

lijing@csc.com.cn

分析日期：2009 年 2 月 23 日

股价表现



价格：短期整体小幅上升，长期仍待观察

本期内，全球原油价格继续延续价格下跌走势，跌幅减小。化工医药类基础产品价格 2008 年 12 月继续下跌；受 2008 年企业开工率下降以及 1 月份春节因素影响，化工医药类基础产品价格 2009 年 2 月出现企稳，并且多数产品价格出现上涨。

原油价格继续延续下跌走势。以纽约（WTI）原油月均价格计算，截至 2009 年 2 月 20 日最新价格为 38.13 美元/桶，环比跌幅为 15%，受美国商业原油库存(SPR 除外)增加影响，导致纽约原油期货走低；以伦敦（BRENT）原油月均价格计算，截至 2009 年 2 月 20 日最新价格为 41.89 美元/桶，环比跌幅为 4.33%，跌幅已经明显放缓。

图 1：BRENT 和 WTI 原油价格 2007.1.1 至今 美元/桶

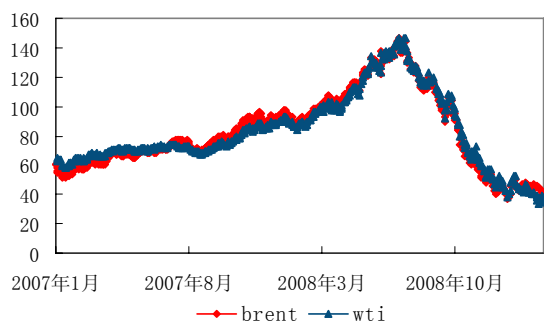
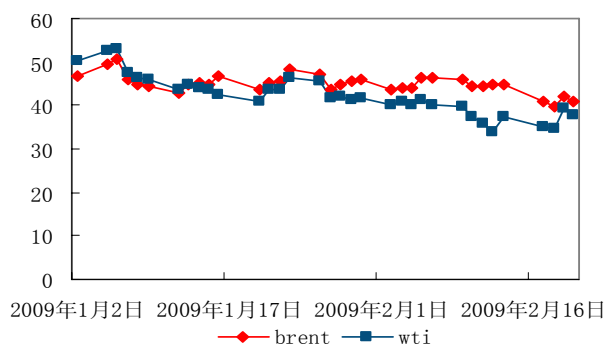


图 2：BRENT 和 WTI 原油价格 09 年走势 美元/桶



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

基础产品价格低位盘整。整体而言，化工医药产品价格近期出现反弹局面，主要有两方面原因：一是，春节过后，经过去年的大幅下跌，多数企业存货处于较低状态，甚至没有，因此年后开工需要备货；二是，部分停车的企业在年后也陆续开工（尽管开工率依然较低），原有开工率较低的企业也小幅提升开工率，使得市场供需关系发生变化，产品价格回升。

根据中信建投证券 P.Chem.研究组跟踪的 156 种化医产品，价格月度同比下跌的品种有 121 种，而价格月度环比下跌的品种达到 127 种，价格年度同比下跌了有 49 种。显然，基础化医产品整体继续下滑，与上月相比下跌数量大幅增加，其中无机原料因其价格与石油的相关性弱于其它行业，因此在本月石油价格下跌过程中，无机原料价格下跌数量相对较少。

表 1 基础化医原料价格比较/200812

单位：种

行业代码	行业名称	跟踪品种数量	价格月度同比下跌数量	价格月度环比下跌数量	年度同比下跌数量
211	无机原料	31	18	24	1
212	有机原料	74	65	57	37
221	肥料制造	13	4	11	0
241	初态塑料	16	16	13	8
242	合成橡胶	10	8	10	0
243	合纤单聚	2	2	2	2

2611	试剂助剂	10	8	10	1
合计	——	156	121	127	49

资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

价格回升中子行业仍具有差异，在价格回升的同时，除具有上述两方面原因外，各子业和产品又同时有自己不同的因素，与石油价格关联较高的子行业和产品受石油价格影响较大。但化工新材料、医药等处于石油化工产业链下端、不受经济周期影响、国家政策支持的产品价格目前出现较大反弹。

苯胺价格在节后大幅反弹，2009年2月20日的最新数据显示，比2009年1月1日上涨16.36%，为6400元/吨，主要是价格下跌的过程中生产企业限产，节后下游企业生产陆续启动，且多数企业没有库存，使得苯胺需求加大，带来价格上涨。另外苯胺的主要原料苯的价格也在上涨，对苯胺价格形成支撑。苯胺价格的上涨给MDI价格形成支撑，近期MDI价格未发生变化，维持稳定12000元/吨。

图3：MDI价格（长三角地区）

元/吨

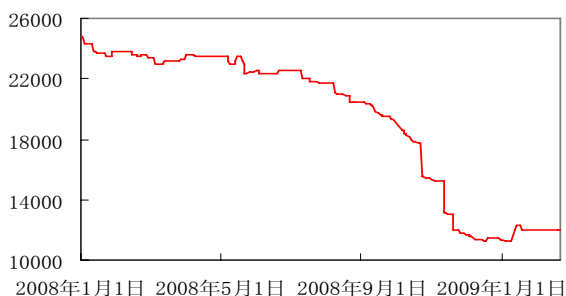
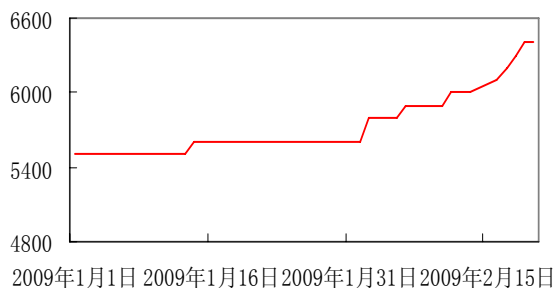


图4：苯胺价格（长三角地区）

元/吨



资料来源：化工在线

部分医药产品（特别如化学药产品）的原料路径属非石油石化路径，且与石油价格相关性极低，从而全球油价的下跌形成不了对相应医药产品的价格冲击。春节前皂素（甾体激素药物的中间体，黄姜的提取物）价格还在27-27.5万元/吨，而现在已涨到28.5-29万元/吨，而且厂家报到31万元/吨，货源显紧；主要是春节前皂素在低价出了不少货，而现在黄姜收购困难，也是造成皂素价格上涨。预计受此影响，激素类原料药也将小幅上扬。地塞米松（一种消炎药）的实际生产原料为农作物，价格依然维持在高位，近期并未发生太大浮动。

图5：皂素价格

单位：万元/吨

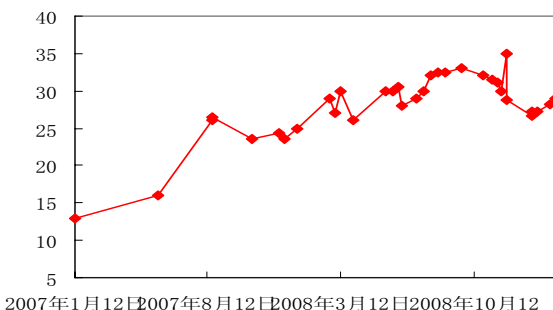
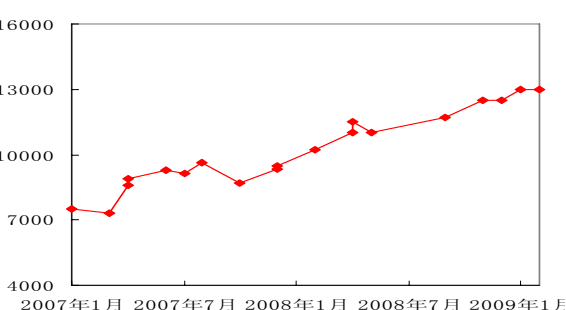


图6：地塞米松价格

元/公斤



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

天然橡胶和合成橡胶：天然橡胶属于农作物，主要受天气、及相关主产国家出口限制等一些因素的影响，

但由于其主要应用于轮胎产品制造，与合成橡胶（石油下游产品）同时使用，并可在一定程度上进行相互替代，因此受石油价格影响较大，2008年12月15日跌至9150元/吨，相对于2008年6月27日的最高点27969元/吨，跌幅为67.29%。2009年1月份中国和泰国政府相继出台了收储计划，这将大大缓解已经处于停割期中的天胶供应压力，另外汽车产业振兴规划的激励，使得天胶价格进入2009年以来持续攀升，2009年2月20日为12894元/吨，相对于2009年1月5日的涨幅为11.59%。

图7：天然橡胶价格

元/吨

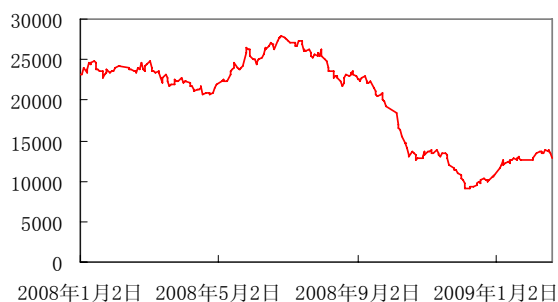
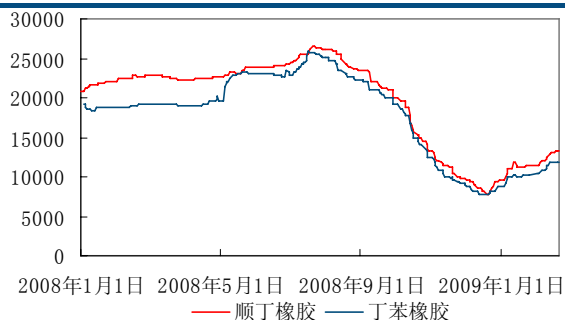


图8：顺丁橡胶和丁苯橡胶价格

元/吨



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

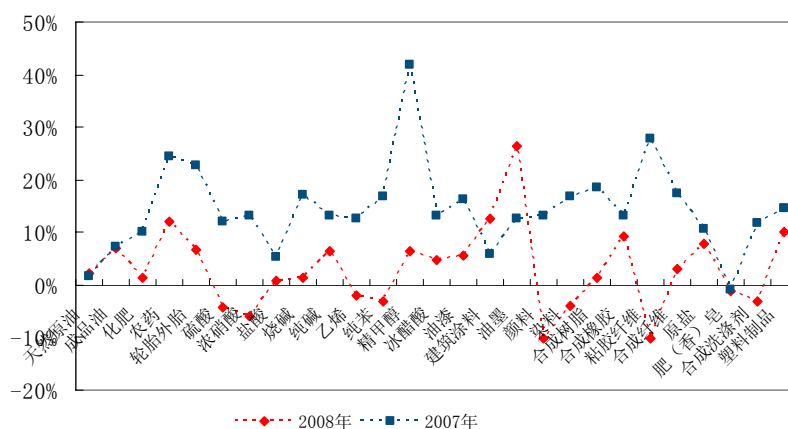
盈利：价增量稳，化医整体盈利仍待观察

本期内，前期库存年前多数企业已经消化，库存压力基本得到缓解，伴随着大部分化工企业年后陆续恢复开工，产品价格小幅提高，但行业整体需求尚未完全恢复，化工医药整体盈利能力仍待观察。

价格趋稳产销增速仍在下降。统计显示，2008年全年累计油气化医主要的27个品种中产量同比实现增长的有18中，而相比较，2008年12月单月产量同比增长的27种产品中仅有4种。油气化医产品产量增速继续放缓。

图9：油气化医产量全年同比增速

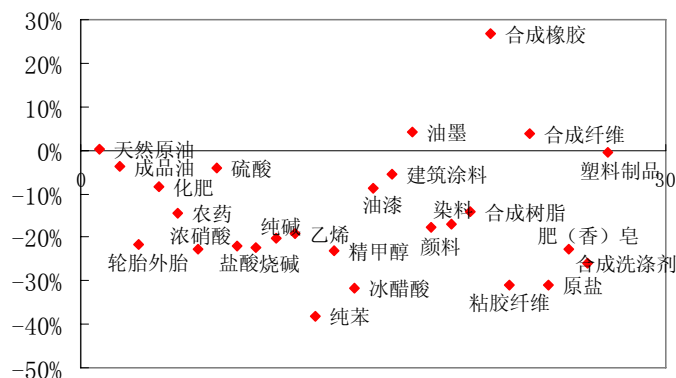
%



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

由图中我们可以看出，仅有天然原油、建筑涂料、油墨产品的 2008 年全年增速高于 2007 年同期，增速分别为 2.3%、12.6%、26.5%。并且我们从下图也可以看出 2008 年 12 月份，仅有 4 种产品（天然原油、油墨、合成橡胶、合成纤维）的产量增速大于 2007 年同期，分别为 0.4%、4.0%、26.7%、3.9%，其他产品均为负增长。

图 10：油气化医产量 2008 年 12 月单月同比增速 %



资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

预期：长期看好新材料，医药盈利相对稳定

维持上期观点：油价下跌不利于基础化工盈利、但化工新材企业具有抗周期性。抗周期性体现了化工新材料的产品价格下降幅度小于原料的下降幅度，因此产能存在内涵式扩张的化工新材料企业值得继续重点关注，如烟台万华（600309）。在原油价格下跌及化工原料产品下跌的背景下，石化产业振兴规划获通过，必将促进石油制品的炼油行业毛利率的提升。此外，受国家监管的专用化学的民爆、以及 4 万亿投资拉动的沥青行业在 2009 年盈利能力会优于其他化工行业，民爆产业的上市公司久联发展（002037）、江南化工（002226），沥青产品上市公司路翔股份（002192）值得继续重点关注。整体上，化工整体盈利不容乐观，建议继续关注差异性的子行业及相关上市公司。

至于医药行业，整体上其具有较强的抵御宏观经济下行能力，新医改方案于 2009 年 1 月 21 日通过，新医改将可能给行业带来结构性的机会：1. 大病专科用药将继续受益于医保人群加大以及保障水平的提高，是确定性最高的机会；2. 国家加大投入将会给政府采购品种带来高速增长，这包括基础医疗器械和疫苗行业；3. 基本药物制度的实施将有可能使大型普药企业和部分重要企业从中受益。国家的大力投入将保障行业 2009-2011 年的高速发展，成为经济下行中具有长期投资价值的行业，维持对重点公司增持评级。我们预计具体的配套改革方案将在年后推出，我们将根据具体配套方案内容进一步挖掘行业的个股机会。

附表 1：2009 年 P.Chem. 研究组主要子行业评级跟踪

行业代码	行业名称	评级调整	本期评级	跟踪报告
161	油气矿采	维持	中性	20081119《油价下跌，看好化工新材料与政策性价格趋稳公司》“中性”
171	石油制品	维持	增持	20081119《油价下跌，看好化工新材料与政策性价格趋稳公司》“增持”

21	化工原料	维持	减持	20081119《油价下跌，看好化工新材料与政策性价格趋稳公司》“减持”
261	专用化学	维持	增持	20081119《油价下跌，看好化工新材料与政策性价格趋稳公司》“增持”
22	肥料农药	维持	中性	20090220《石化振兴规划对农化行业影响有限》“中性”
2211	氮肥制造	维持	中性	20081127《关注下游需求增长，轻资产的复合肥和农药子行业》“中性” 20090110《化肥市场化步伐启动，春耕尿素价格恐难反弹》“中性”
2212	磷肥制造	维持	中性	20081127《关注下游需求增长，轻资产的复合肥和农药子行业》“中性” 20090110《化肥市场化步伐启动，春耕尿素价格恐难反弹》“中性”
2213	钾肥制造	维持	增持	20081127《关注下游需求增长，轻资产的复合肥和农药子行业》“增持” 20090110《化肥市场化步伐启动，春耕尿素价格恐难反弹》“增持”
2221	化学农药	维持	中性	20081127《关注下游需求增长，轻资产的复合肥和农药子行业》“中性”
271	轮胎制造	维持	中性	20081125《日用化工行业 2009 投资展望》“中性”
2911	化学原药	维持	中性	20081130《行业景气状况下滑》“中性”
2912	化学药剂	维持	增持	20081124《在医改内容不确定性中寻找确定性投资机会》“增持”
2922	中成药	维持	增持	20081124《在医改内容不确定性中寻找确定性投资机会》“增持”
2931	生物生化	维持	增持	20081124《在医改内容不确定性中寻找确定性投资机会》“增持”
494	医疗器械	维持	中性	20081110《加强基层医疗卫生服务体系建设对医疗器械的影响》“中性”

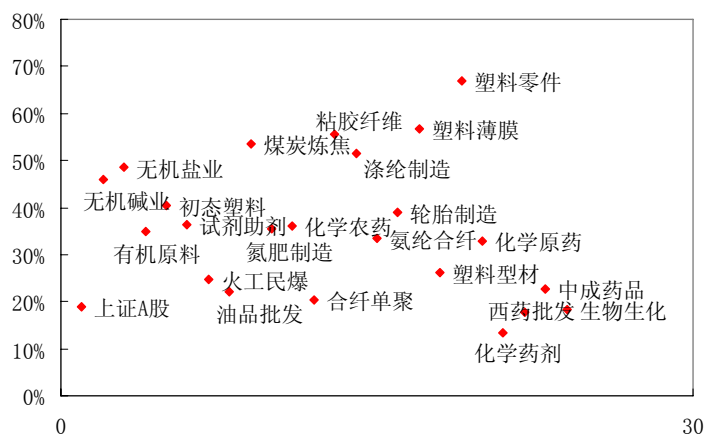
附表 2：2009 年 P. Chem. 研究组重点上市公司评级跟踪

公司代码	公司名称	评级调整	本期评级	跟踪报告
600309	烟台万华	维持	买入	20081203《家电下乡拉动 MDI 消费 10%》“买入”
600028	中国石化	维持	增持	20090101《炼油盈利回升，09 业绩可增长 50%》“增持”
002226	江南化工	首次	买入	20090101《原料价跌，炸药盈利大幅提升》“买入” 20090122《08 业绩超预期，调升 09EPS 为 1.87 元》“买入”
002170	芭田股份	维持	买入	20081110《非周期性化肥品种，未来 3 年仍将保持 30%增速》“买入”
002215	诺普信	维持	增持	20080812《销售网络将是公司业绩持续增长的动力》“增持”
600426	华鲁恒升	维持	增持	20080901《蒸汽价格上涨将影响公司未来业绩》“增持”
600096	云天化	维持	增持	20080818《玻纤业务推动公司业绩增长》“增持”
000792	盐湖钾肥	维持	增持	20090120《国内钾肥价格恐难下降，公司长期投资价值显现》
600141	兴发集团	维持	增持	20080722《磷化工高景气度带动公司业绩聚增》“增持”
000028	一致药业	维持	增持	20090101《未来 3 年保持较快增长》“增持”
600062	双鹤药业	维持	增持	20081110《大输液仍处上升期，基础药品增长或高于预期》“增持”
600276	恒瑞医药	维持	增持	20081110《公司仍在增长模式转型期》“增持” 20090220《主营业务增长略高于预期》“增持”
000963	华东医药	维持	增持	20080817《短期经营压力较大，长期发展依然看好》“增持”
600161	天坛生物	维持	增持	20081119《增长明确的长线投资品种》“增持”
600557	康缘药业	维持	增持	20090101《不改长期看好趋势》“增持”
002030	达安基因	维持	增持	20081112《期待来年的精彩》“增持”
002252	上海莱士	维持	增持	20080822《全年业绩前高后低》“增持”
000999	三九药业	维持	增持	20080805《主营明显好转》“增持”
002022	科华生物	维持	买入	20080726《综合毛利率提升，盈利能力增强》“买入”

002038	双鹭药业	维持	增持	20080718《靓丽中报》“增持”
002037	久联发展	维持	买入	20081230《规模、产品、抵御造就公司龙头地位》“买入” 20090121《08-10 年执行优惠税率 15%》“买入”
600469	风神股份	维持	增持	20080729《斜交胎毛利率大幅下降，子午胎依旧是主要竞争力产品》“增持”
002192	路翔股份	首次	买入	20090205《09 年 1 月公路投资同比大增逾 300%，需求强拉，量增价升》“买入”

板块表现

图 11：各子行业 2 月 20 日相对于 2009 年 1 月 5 日涨跌幅

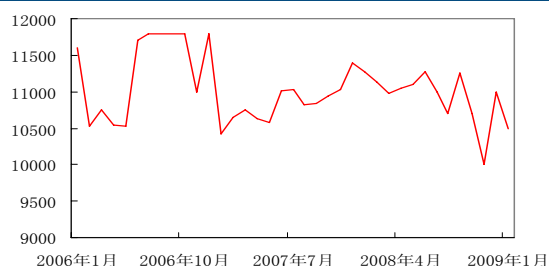


资料来源：聚源数据

我们统计了油气化医共 23 个子行业 2009 年以来的涨跌幅，发现这 23 个子行业中多数行业在 2009 年以来的涨幅都超过了上证 A 股的涨幅，仅有西药批发、生物生化、化学药剂三个医药子行业的涨幅低于上证 A 股，其中涨幅最大的为塑料零件，上涨 66.90%。

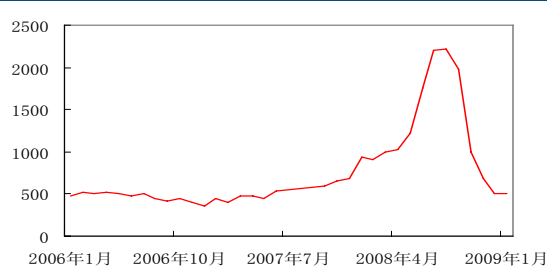
图：钛白粉价格（200601—200812）

元/吨



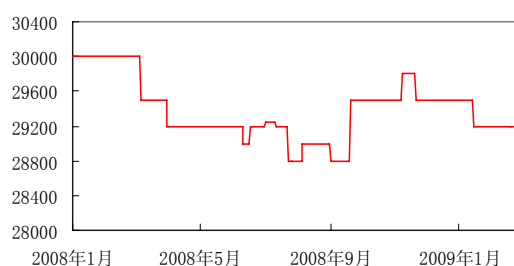
图：硫酸价格（200601—200812）

元/吨



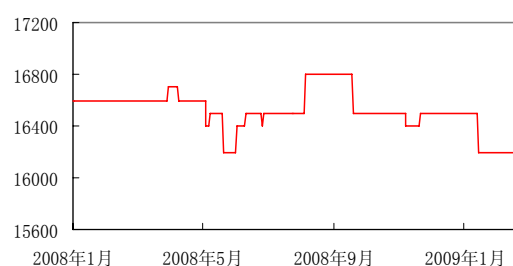
图：聚碳酸酯（PC）价格（200801—200902）

元/吨



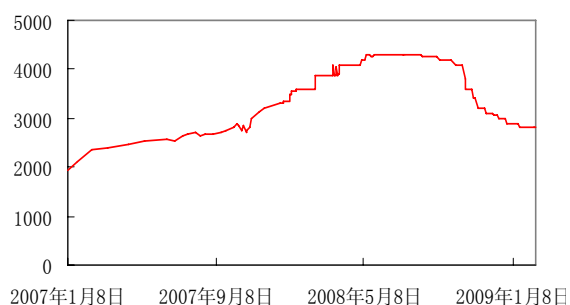
图：聚甲醛（POM）价格（200801—200902）

元/吨



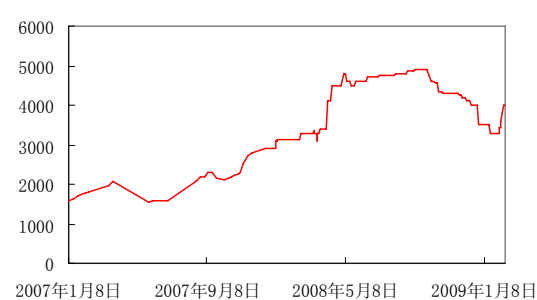
图：磷酸二铵价格（200701—200812）

元/吨



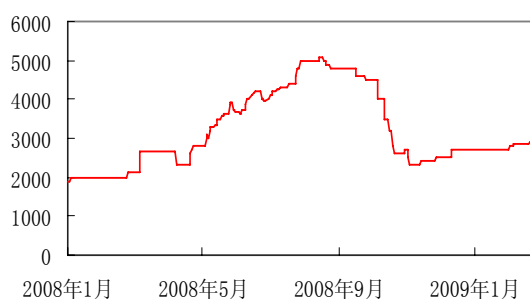
图：钾肥价格（200701—200812）

元/吨



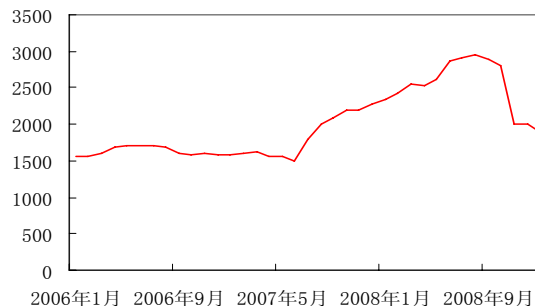
图：硝酸价格（200701—200812.）

元/吨



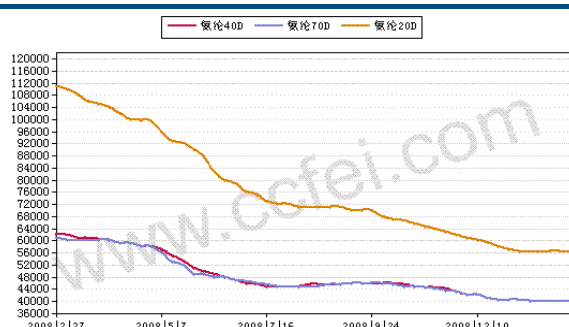
图：硝酸铵价格（200701—200812）

元/吨



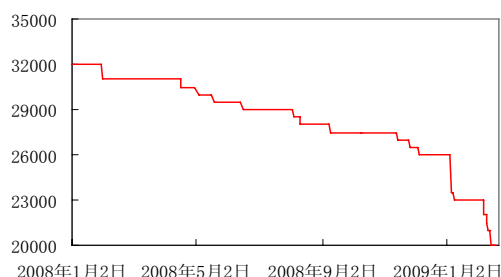
图：氨纶价格（200802—200902）

元/吨



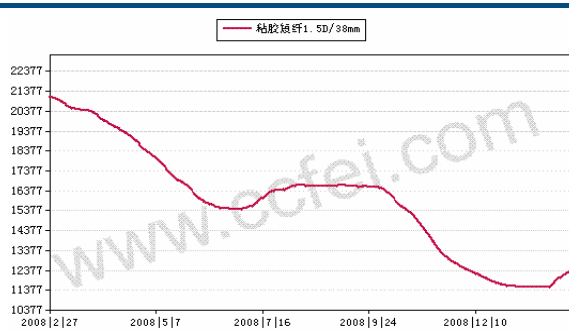
图：PTMEG 价格（200802—200902）

元/吨



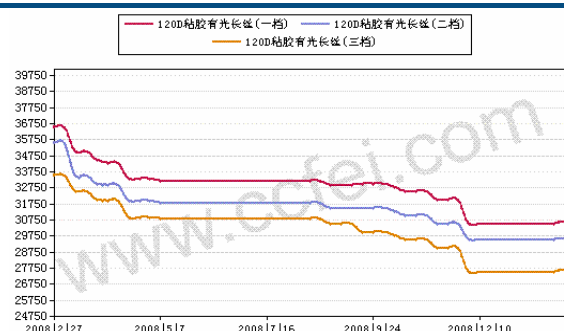
图：粘胶短纤价格（200802—200902）

元/吨



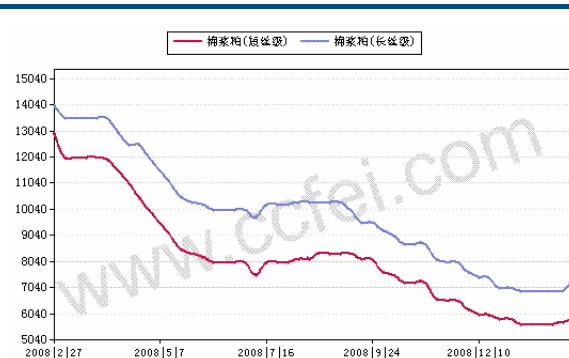
图：粘胶长丝价格（200802—200902）

元/吨



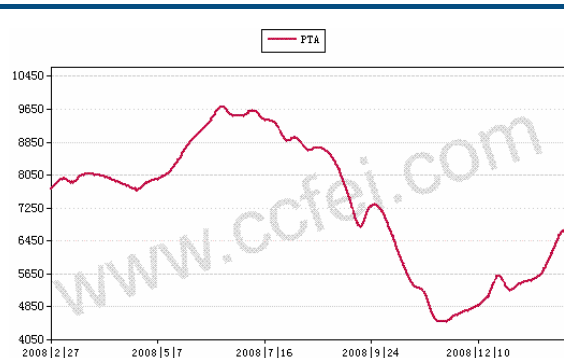
图：短丝级长丝级棉浆粕（200802—200902）

元/吨



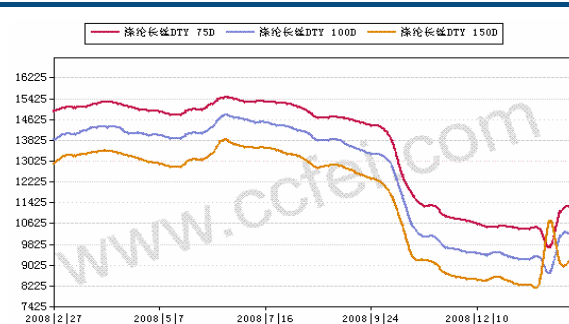
图：PTA 价格（200802—200902）

元/吨



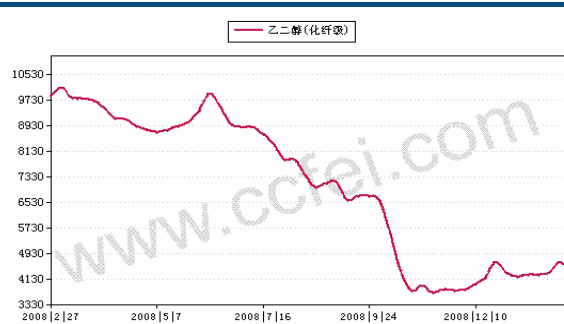
图：涤纶价格（200802—200902）

元/吨



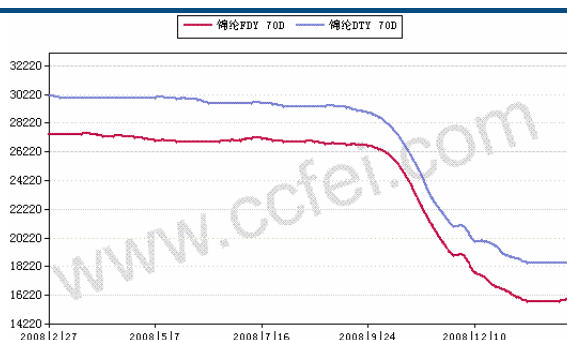
图：乙二醇价格（200802—200902）

元/吨



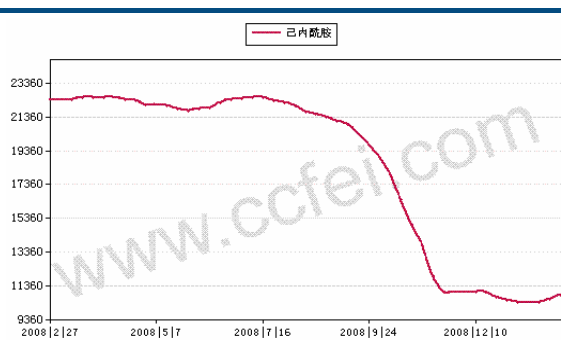
图：锦纶价格（200802—200902）

元/吨



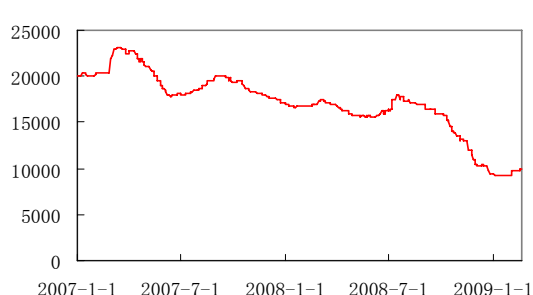
图：己内酰胺价格（200802—200902）

元/吨

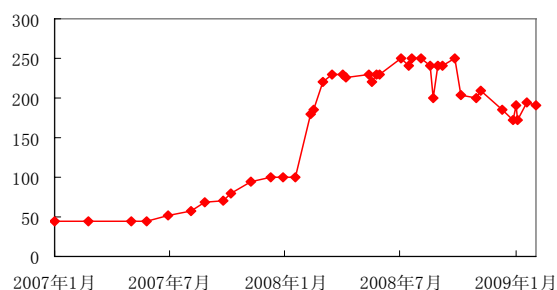


图：BDO 价格（200701—200902）

元/吨



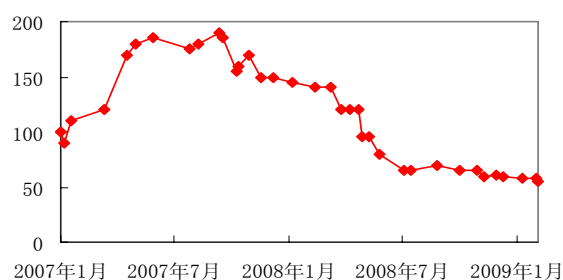
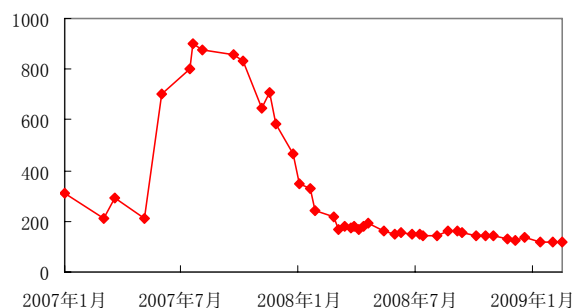
图：维生素 E 粉（50%）（200701—200902）元/公斤



图：维生素 B280% 价格（200701—200902）元/公斤

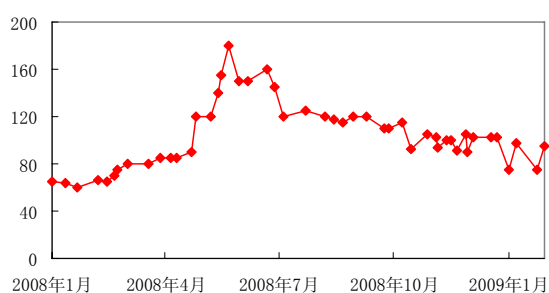
图：泛酸钙价格（200701—200902）

元/公斤



图：维生素 C 价格（200701—200902）

元/公斤



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求
珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

李 静 化工行业分析师
赵献兵 经济学硕士 高级经济师 P.Chem. 研究组负责人
2007 年“获奖”《21 世纪金牌分析师》基础化工第二名
2005 年“入围”《新财富》基础化工最佳分析师
2004 年“入选”《上海证券报》行业研究之星

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010