

石化行业振兴规划出台 利好炼油乙烯及支农行业

——化工行业 2009 年 3 月份投资策略报告

行业评级

中性

中国石化 目标价 10 元 买入

	08E	09E	10E
EPS	0.28	0.53	
P/E	30.1	15.9	

华鲁恒升 16 元 买入

	08E	09E	10E
EPS	0.83	0.91	
P/E	16.9	15.4	

久联发展 14.6 元 买入

	08E	09E	10E
EPS	0.31	0.81	1.06
P/E	37.3	14.3	10.9

烟台万华 16.5 元 推荐

	08E	09E	10E
EPS	0.91	0.87	1.06
P/E	14.2	14.9	12.2

相关研究

产品价格跌幅减小 化肥行业出台
重大政策 2009 年 02 月 06 日

石油化工行业：景气低谷，企盼下
游需求的曙光 2008 年 12 月 26 日

石油化工行业：石油化工产品价格
持续下滑 2008 年 10 月 13 日

石油化工行业：油价回落，投资机
会向下游转移 2008 年 09 月 22 日

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业：石化、化工行业

研究员：熊 杰 吴剑平

电 话：(8625) 84457777×833、474

E-mail: yjsxj@mail1.htsc.com.cn wujianping@mail.htsc.com.cn

2009 年 3 月 18 日

投资要点：

- 2 月份大部分化工品价格企稳回升，从我们跟踪的 42 种化工品价格变化来看，2 月份均价环比上涨超过 10% 的有 10 种，分别为原盐、苯胺、硫酸、对二甲苯（PX）、草甘膦、己二酸、聚乙烯醇、氯化钾、丁苯橡胶、PTA。2 月份均价再创新低的有 7 种，其中跌幅超过 10% 的有 2 种，分别是国际天然气和国际柴油价格。
- 目前炼油仍处于黄金盈利期。对于炼油能力相对较大的中国石化（600028）而言，享受政策性盈利的日子仍将持续。给予“买入”评级。
- 08 年四季度，我们跟踪的主要石油化工产品产量基本上都出现了不同程度的下降，其中以资源性产品和与石油相关性较大的产品产量下跌幅度最为严重，产品价格下跌、库存积压严重、行业利润状况下滑是主要原因。主要产品中电石产量同比下降了 44.6%，磷酸同比下降 21.2%，其他降幅超过 10% 的产品还包括乙烯、塑料树脂及共聚物、烧碱、纯碱、磷肥等。
- 石化行业振兴规划出台，此次振兴规划涉及到的子行业有石油化工、化肥农药、煤化工。对于石化产业，主要是推动大型炼油、乙烯项目的建设，以拉动下游产业发展。对于化肥农药行业，主要是调整产品结构，稳定化肥农药产品价格，保证市场供应。对于煤化工行业，则以限制高能耗、高污染项目，遏制煤化工项目盲目扩张。
- 3 月份投资策略中，建议继续关注化肥农药行业，目前进入化肥消费旺季，由于国家淡储政策的实施，以及市场价格限制的取消，化肥价格已经先于市场其他化工产品出现上涨，加上国家提高化肥淡储规模、四季度部分企业停产限产导致市场供应量下降等因素的影响，化肥子行业上市公司已经在 2 月份取得了较好的市场表现，需要注意可能存在的化肥价格回落所带来的市场风险。
- 对于精细化工、专用化学品行业，精细化工和专用化学品行业受周期性影响相对较小，尤其是受到需求支撑的产品如低毒农药、改性塑料等，业绩相对稳定，目前市场估值水平与其他化工子行业相差不大，依旧存在一定低估；同时，建议关注下游需求可能率先恢复的行业与产品，如聚氨酯、有机硅等，这些产品都存在较强的技术壁垒，产能过剩压力较小；而部分专用化学品则需要关注下游需求行业状况，短期内下游行业需求还没有明显恢复的状况，如印染纺织助剂、DMF、TDI 等。
- 本次对重点关注公司进行了盈利预测和投资评级调整，其中评级为“买入”的股票分别是中国石化（600028）、华鲁恒升（600426）、久联发展（002037）。评级为“推荐”的股票有六只，本期新增两只股票为重点关注公司。

一、2月份化工品价格及价差变化

1.1 化工品价格企稳回升，原油价格低位区域震荡

2月份大部分化工品价格企稳回升，从我们跟踪的42种化工品价格变化来看，2月份均价环比上涨超过10%的有10种，分别为原盐、苯胺、硫酸、对二甲苯（PX）、草甘膦、己二酸、聚乙烯醇、氯化钾、丁苯橡胶、PTA。2月份均价再创新低的有7种，其中跌幅超过10%的有2种，分别是国际天然气和国际柴油价格。

国际原油价格（纽约WTI期货价格）自2008年7月见顶回落，至年底回落至30~50美元/桶区间，至今在此区间震荡了2个多月。影响国际油价长期走势的因素是供求关系，特别是需求，与全球经济的复苏密切相关。根据主流研究机构的看法，全球经济在2010年之前将无法看到有效复苏。在此假设条件下，原油价格重新上涨的动力不足，国际油价仍将处于30~50美元低位区域震荡。

影响原油价格短期走势的因素较多，如美国原油库存的变化、异常的气象因素、中东捉摸不定的政局、美国的能源政策、中国的石油储备等，这些因素的变化都将在油价中得以反映，因此处于低位的油价震荡的幅度将会大大增加。

1.2 炼油连续五个月处于黄金盈利期

2月份国内成品油价格未有调整，由于国际原油价格的下跌，国内成品油出厂价与原油价差略有上涨，2月份汽油和柴油出厂价与国际原油价差分别为3481元/吨和2851元/吨。价差连续五个月保持在历史高位，如图表4所示，虽然销售终端各地传出汽油价格下调消息，但从总体来看，目前炼油仍处于黄金盈利期。对于炼油能力相对较大的中国石化（600028）而言，享受政策性盈利的日子仍将持续。

1.3 下游需求回升，三烯三苯等石化原料价格逐渐回升

由于原油价格的企稳，三烯三苯石化原料价格开始修正以前的过度下跌，2月份价格同比都有小幅上涨。如图表5~13所示。同时，由于下游三大合成材料节后需求逐渐回升，预计石化原料价格小幅上涨趋势仍能持续。

1.4 无机化工品价格多数有所反弹，总体仍处于低位

山东地区原盐价格继续小幅上涨，下游三酸两碱价格有所上涨，如图表15~20所示。黄磷价格连续两个月回升，目前价格达到1.3万元/吨。磷化工产品价格维持在低位运行，产品价差企稳。如图表22~23所示。

1.5 化肥产品价格回升，草甘膦价差上升

随着春季用肥高峰的到来，化肥产品价格2月份出现回升态势。黄淮地区的干旱有望增加对化肥的需求，目前尿素生产保持微利水平。钾肥价

格谈判仍在继续，中方仍是以中化、中农为主，外方的主要成员则是BPC、德国钾盐等公司。目前，虽经过数次磋商，但谈判仍未取得突破性的进展，仍然未能就是否降价达成一致意见，权威人士预计五月份之前难以达成共识。

1.6 其它产品价差变化

图表 1 2 月份各产业链产品之间价差变化

产品价差	2月份变化趋势	相关图表	相关公司	对公司盈利能力影响
国内成品油-原油	增加	图表4	中国石化（600028） S上石化（600688）	极其有利
PVC-电石	增加	图表14	中泰化学（002092） 英力特（000635）	有利
磷酸、磷酸盐-黄磷	持平	图表22~23	澄星股份（600078） 兴发集团（600141）	不变
草甘膦-二乙醇胺	增加	图表27	江山股份（600389） 新安股份（600596） 华星化工（002018）	有利
己二酸-纯苯	增大	图表28	天利高新（600339）	有利
二甲醚-甲醇	减小	图表29	天茂集团（600627）	不利
BDO-电石/顺酐	增加	图表30~31	山西三维（000755） 泸天化（000912）	有利
MDI-苯胺	持平	图表32	烟台万华（600309）	不变
TDI-DNT	增加	图表33	沧州大化（600230） 蓝星清洗（000598）	有利
DMF-甲醇	减小	图表34	江山化工（002061） 华鲁恒升（600426）	不利
有机硅	减小	图表35	蓝星新材（600299） 新安股份（600596）	不利

图表 2 跟踪的 42 种化工品价格整体走势

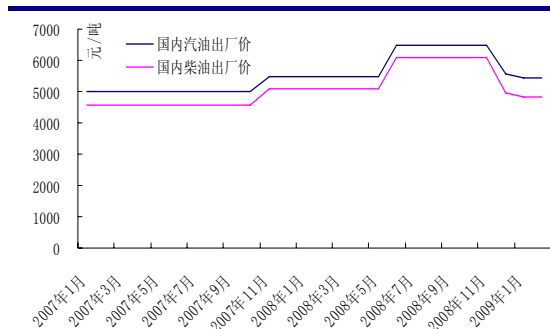
	2 月份均价	环比变化 %	同比变化 %	12 个月内最低价	12 个月最高价
原油（WTI） 美元/桶	39.26	-7.27%	-58.83%	39.26	134.02
天然气（NYMEX） 美元/mmbtu	4.36	-15.27%	-48.95%	4.36	12.68
无烟煤（河南永城市场价）元/吨	1250.00	4.17%	34.41%	930.00	1500.00
原盐（山东地区）元/吨	190.00	18.75%	11.76%	140.00	440.00
磷矿石（宜昌码头价）元/吨	340.00	0.00%	-10.53%	290.00	440.00
电石 元/吨	3151.92	-0.43%	1.74%	3024.29	4716.13
硫磺（固态）元/吨	669.23	2.05%	-85.61%	655.77	5980.00

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

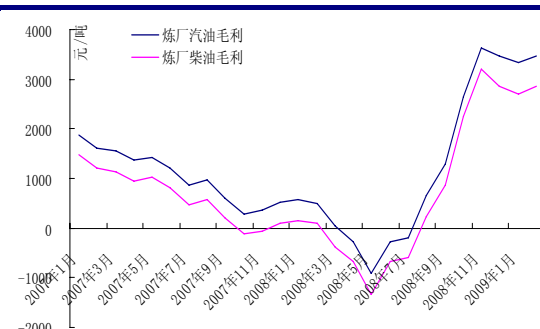
乙烯（韩国 FOB）美元/吨	647.00	8.15%	-53.92%	357.00	1640.63
甲苯 元/吨	4760.71	4.59%	-40.78%	4551.92	9721.43
汽油（鹿特丹）美元/吨	407.73	7.05%	-53.52%	362.75	1190.88
柴油（鹿特丹）美元/吨	419.21	-10.78%	-52.55%	419.21	1290.11
石脑油（新加坡）美元/吨	3674.05	9.23%	-53.03%	2324.03	9698.46
甲醇 元/吨	1771.43	7.51%	-45.82%	1647.65	4274.58
烧碱（99%）元/吨	3153.85	1.74%	0.81%	3008.93	3756.67
纯碱（轻质）元/吨	1209.62	5.74%	-37.10%	1144.00	2080.65
黄磷 元/吨	12807.69	6.73%	-33.47%	11861.29	23564.52
有机硅 DMC 元/吨	19123.81	2.40%	-16.77%	18676.47	31045.00
苯胺 元/吨	6146.15	10.74%	-39.90%	5550.00	15723.33
二乙醇胺 元/吨	10485.71	-0.59%	-67.95%	10485.71	34897.22
环己烷 元/吨	9614.29	-3.57%	-23.88%	9614.29	12828.57
醋酸 元/吨	2676.79	3.03%	-50.00%	2598.08	6777.08
DMF 元/吨	5008.93	-0.74%	-13.79%	5008.93	7540.00
BDO 元/吨	9835.71	6.42%	-41.81%	9242.31	17406.45
磷酸 元/吨	4622.50	3.49%	0.15%	4415.00	8660.20
硫酸（98%）元/吨	289.23	44.62%	-71.68%	200.00	2032.00
硝酸（98%）元/吨	2853.85	5.70%	40.81%	1992.86	4954.84
PX 元/吨	7294.29	18.15%	-32.91%	4831.33	13468.04
MDI 元/吨	12042.86	1.86%	-49.11%	11471.74	23896.67
草甘膦（95%）元/吨	24303.57	12.62%	-71.44%	21580.00	95000.00
己二酸 元/吨	7850.00	10.09%	-44.77%	6919.35	14590.32
二甲醚 元/吨	2657.14	-2.09%	-49.00%	2657.14	6480.95
醋酸乙烯 元/吨	6921.43	-1.47%	-44.66%	5896.77	12732.26
聚乙烯醇 元/吨	13233.25	16.08%	-27.90%	11400.00	21375.00
五钠 元/吨	5750.00	3.46%	-17.27%	5557.69	9500.00
尿素（46%）元/吨	1728.57	2.82%	-7.19%	1681.18	2484.80
DAP 元/吨	2795.24	-2.42%	-24.42%	2795.24	4292.80
氯化钾 元/吨	3819.05	11.36%	19.09%	3090.32	4889.13
钛白粉 元/吨	18682.69	-0.62%	-0.02%	18679.29	19758.06
丁苯橡胶 元/吨	11361.90	11.73%	-39.41%	8247.83	24700.00
HDPE 元/吨	8583.33	-0.01%	-36.86%	8584.38	15492.50
乙烯法 PVC 元/吨	6517.31	0.27%	-18.92%	5750.00	9016.67
PTA 元/吨	6301.79	15.55%	-15.45%	4686.67	9414.29

数据来源：BLOOMBERG 隆众石化网 化工在线

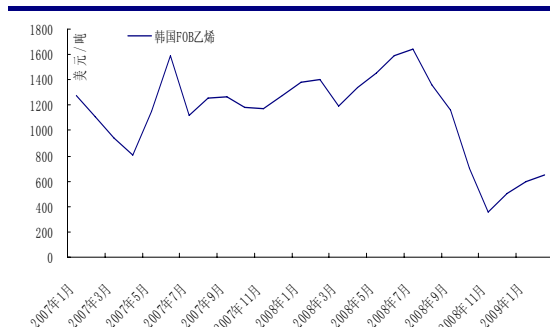
图表 1 国内成品油出厂价



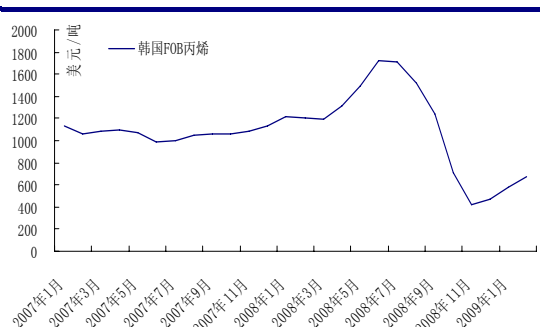
图表 2 国内炼厂价差



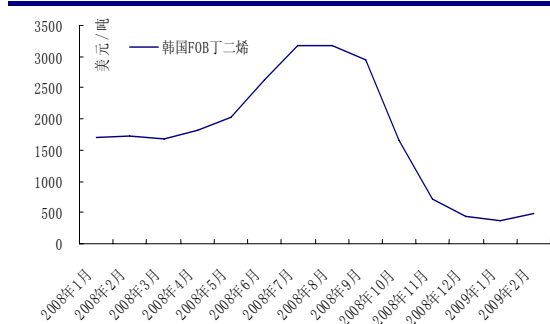
图表 3 乙烯（韩国 FOB）价格走势



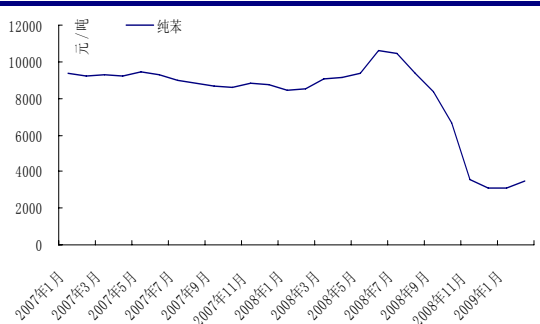
图表 4 丙烯（韩国 FOB）价格走势



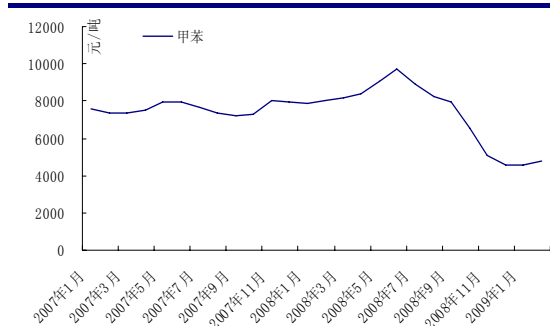
图表 5 丁二烯（韩国 FOB）价格走势



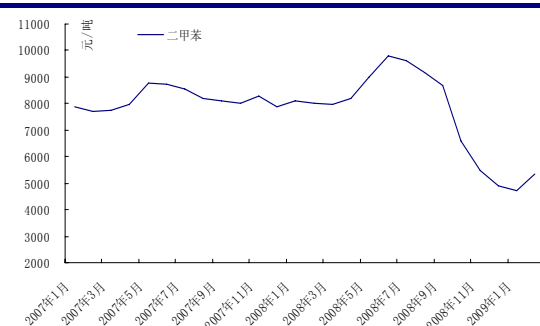
图表 6 纯苯价格走势



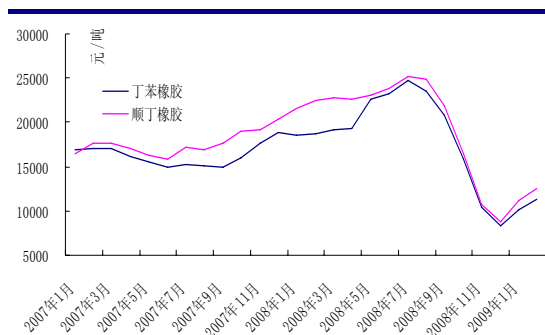
图表 7 甲苯价格走势



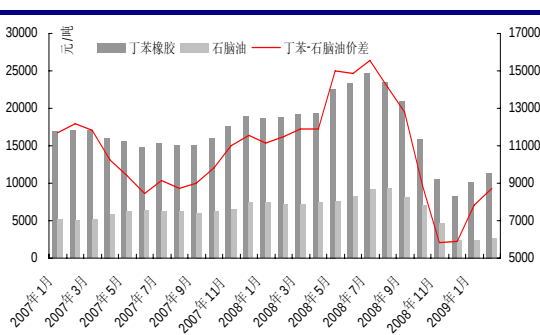
图表 8 二甲苯价格走势



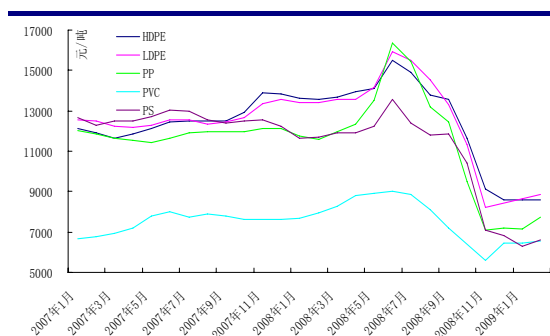
图表 9 丁苯橡胶、顺丁橡胶价格走势



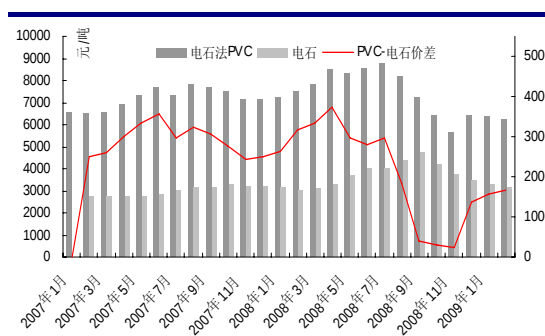
图表 10 丁苯橡胶-石脑油价差



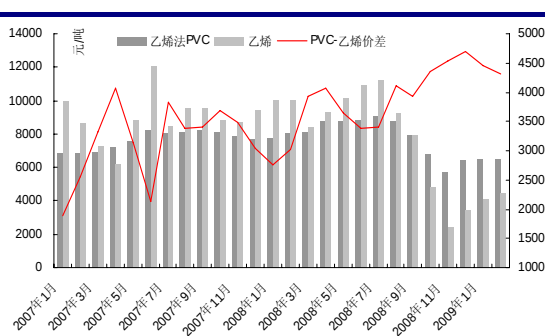
图表 11 HDPE、LDPE、PP、PVC、PS 价格走势



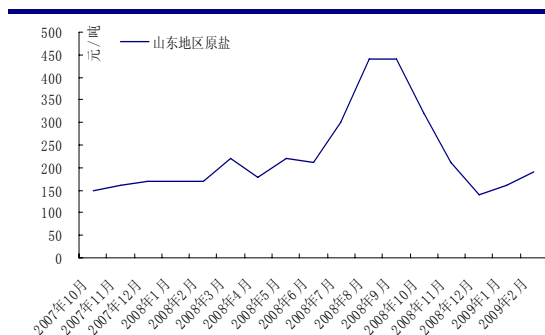
图表 12 电石法 PVC-电石价差



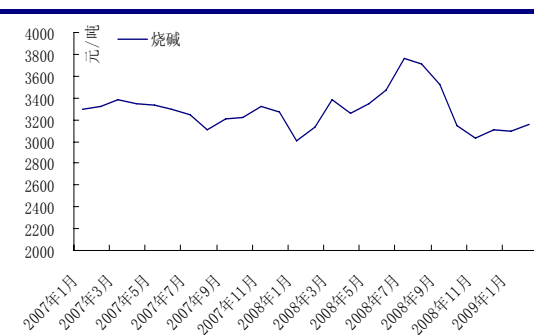
图表 13 乙烯法 PVC-乙烯价差



图表 16 山东地区原盐价格走势

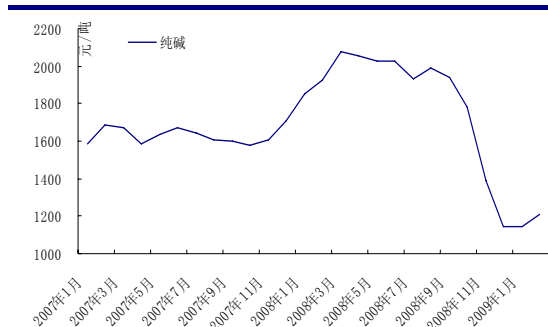


图表 17 烧碱价格走势

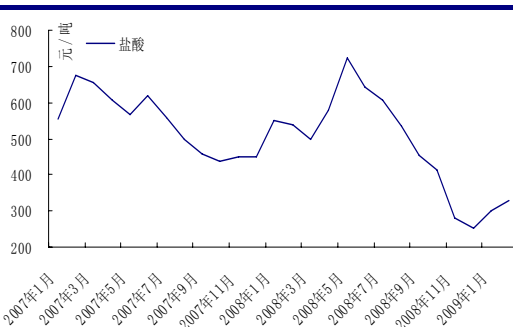


本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

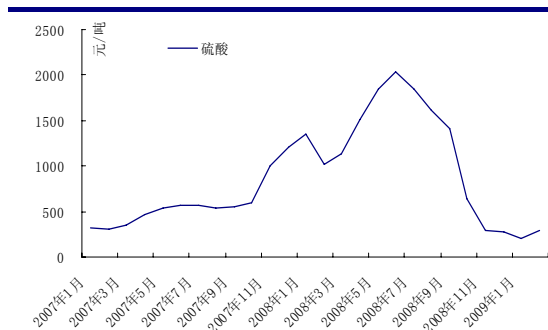
图表 18 纯碱价格走势



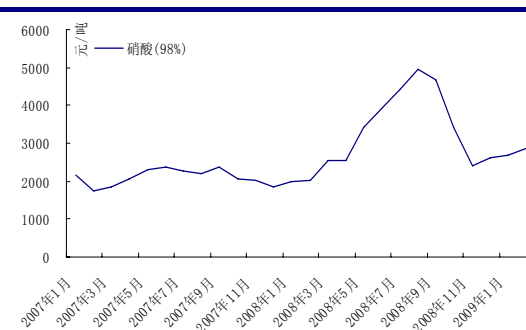
图表 19 盐酸价格走势



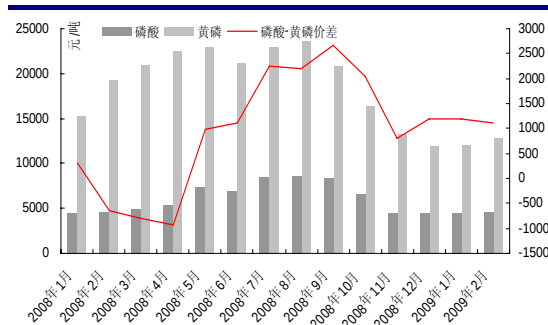
图表 20 硫酸价格走势



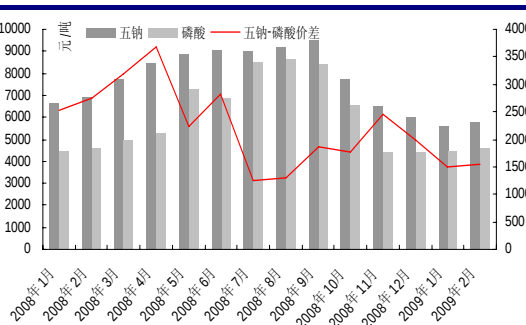
图表 21 硝酸价格走势



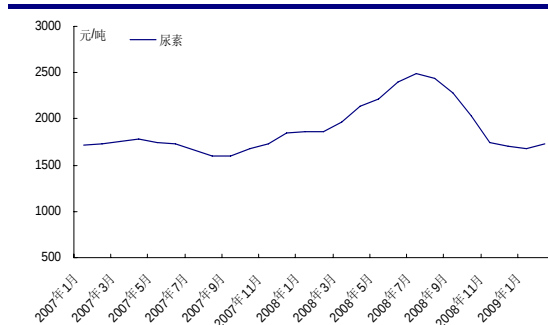
图表 22 磷酸-黄磷价差变化



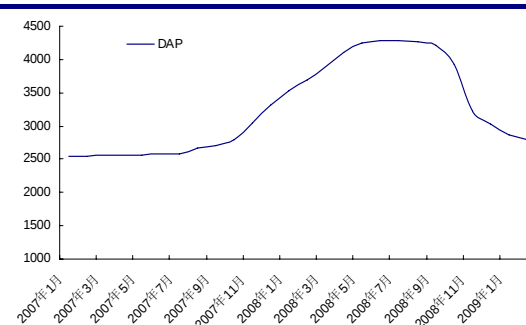
图表 23 五钠-磷酸价差变化



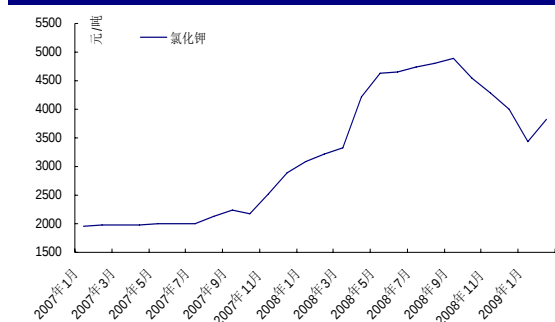
图表 24 尿素价格走势



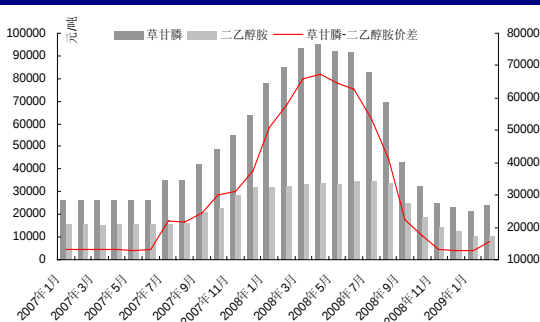
图表 25 DAP 价格走势



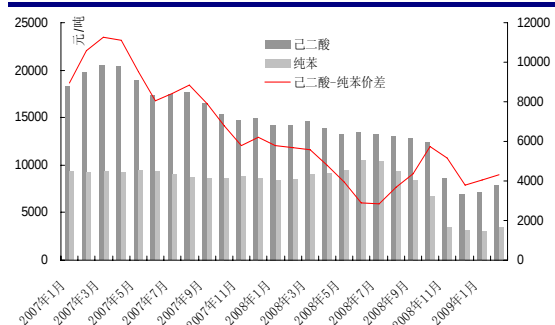
图表 26 氯化钾价格走势



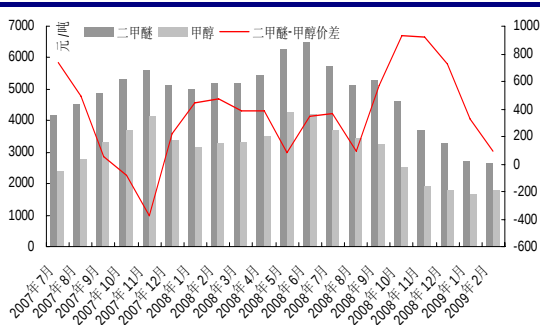
图表 27 草甘膦-二乙醇胺价差



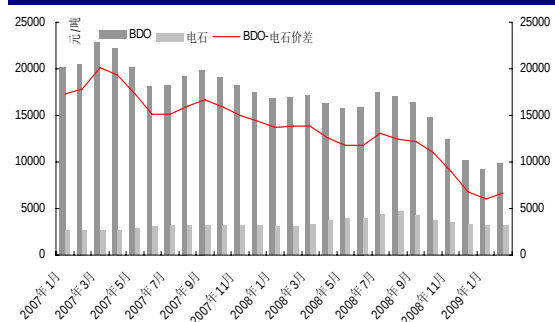
图表 28 己二酸-纯苯价差



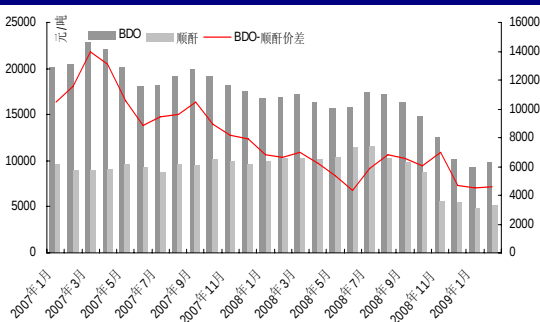
图表 29 二甲醚-甲醇价差



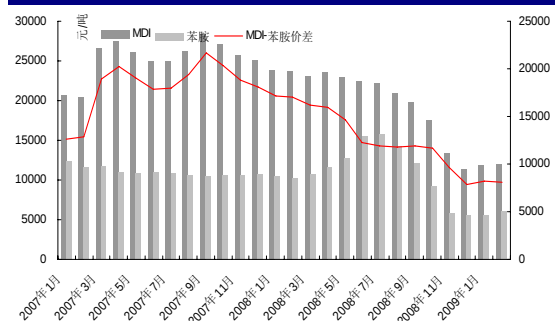
图表 30 电石法 BDO 价差



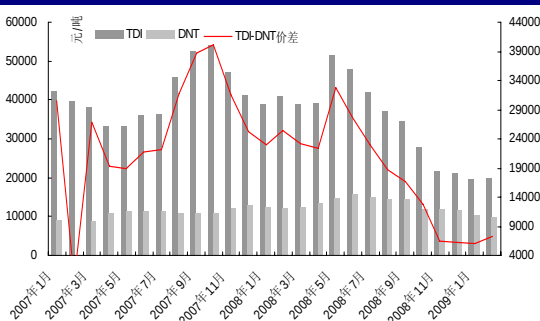
图表 31 顺酐法 BDO 价差



图表 32 MDI-苯胺价差

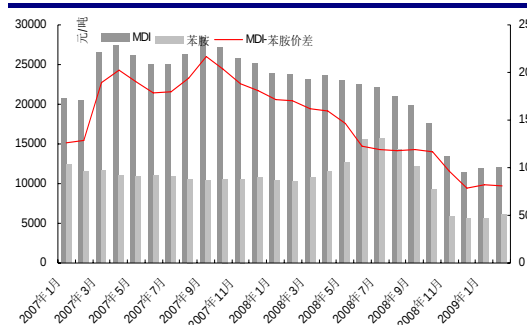


图表 33 TDI-DNT 价差

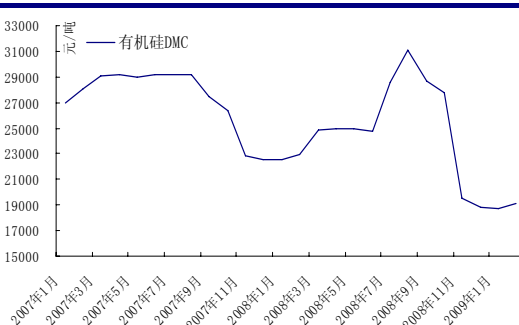


本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 34 DMF-甲醇价差



图表 35 有机硅价格走势



数据来源：BLOOMBERG 隆众石化网 化工在线

二、主要化工产品产量数据

图表 36 石化产品产量变化

	产量				同比增幅				环比增幅			
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q 同比	2Q 同比	3Q 同比	4Q 同比	1Q 环比	2Q 环比	3Q 环比	4Q 环比
工业总产值（亿元）	14564.3	17425.7	18044.7	15378.1	29.8%	29.9%	33.9%	2.9%	-2.5%	19.6%	3.6%	-14.8%
原油产量	4678.7	4755.8	4776.2	4791.7	2.6%	0.8%	2.4%	2.4%	0.0%	1.6%	0.4%	0.3%
原油加工量	8470.2	8477.1	8774.7	8422.4	7.2%	2.6%	7.0%	-0.1%	0.4%	0.1%	3.5%	-4.0%
其中：汽油	1569.4	1481.4	1608.5	1686.9	8.3%	-1.9%	7.8%	9.4%	1.8%	-5.6%	8.6%	4.9%
柴油	3240.8	3294.4	3503.8	3281.3	9.9%	4.9%	12.9%	2.0%	0.8%	1.7%	6.4%	-6.4%
乙烯	276.4	264.9	253.8	238.3	4.1%	0.7%	-0.5%	-11.4%	2.8%	-4.2%	-4.2%	-6.1%
塑料树脂及共聚物	784.9	813.9	770.1	722.6	0.7%	3.7%	1.6%	-11.2%	-3.5%	3.7%	-5.4%	-6.2%
其中：聚乙烯树脂	181.8	170.5	164.1	172.1	5.6%	-2.2%	-1.2%	-3.9%	1.5%	-6.2%	-3.8%	4.9%
合成橡胶	51.0	62.3	58.7	60.4	6.2%	7.7%	14.6%	-2.4%	-17.7%	22.3%	-5.8%	3.0%
化学纤维	578.5	636.0	590.1	641.9	7.6%	3.6%	-4.2%	1.0%	-9.0%	9.9%	-7.2%	8.8%
烧碱	451.8	493.5	464.8	391.1	8.8%	15.9%	7.7%	-14.6%	-1.4%	9.2%	-5.8%	-15.9%
其中：离子膜烧碱	188.3	204.3	212.2	185.1	23.4%	34.8%	31.6%	5.9%	7.7%	8.5%	3.9%	-12.8%
纯碱	474.9	488.4	480.8	438.2	12.9%	16.8%	12.3%	-12.3%	-4.9%	2.8%	-1.5%	-8.9%
电石	346.6	408.3	362.6	224.9	0.9%	13.5%	-3.2%	-44.6%	-14.7%	17.8%	-11.2%	-38.0%
化肥	1436.1	1601.0	1507.9	1327.9	8.4%	3.3%	3.8%	-11.6%	-4.4%	11.5%	-5.8%	-11.9%
其中：氮肥	1096.0	1158.0	1078.5	999.0	8.6%	5.1%	4.8%	-9.3%	-0.5%	5.7%	-6.9%	-7.4%
尿素	643.2	679.3	641.3	635.0	4.5%	7.2%	5.5%	-1.5%	-0.3%	5.6%	-5.6%	-1.0%
磷肥	307.8	350.7	315.5	284.3	8.4%	-5.4%	-5.9%	-16.6%	-9.8%	13.9%	-10.0%	-9.9%
钾肥	32.4	92.4	113.8	44.6	7.4%	18.1%	30.4%	-24.3%	-45.0%	185.3%	23.2%	-60.8%
磷酸铵肥	345.6	367.9	335.5	308.4	9.5%	-2.3%	-10.2%	-21.2%	-11.7%	6.5%	-8.8%	-8.1%
农药	42.8	57.1	44.1	42.9	12.2%	13.1%	5.6%	-3.3%	-3.7%	33.5%	-22.8%	-2.6%
其中：杀虫剂	13.4	20.1	16.0	13.2	-4.1%	6.1%	9.1%	6.2%	7.6%	50.2%	-20.2%	-17.7%
杀菌剂	4.9	6.3	5.1	3.3	43.3%	90.5%	54.7%	-2.9%	41.8%	30.7%	-19.2%	-35.2%
除草剂	16.0	18.5	13.3	14.6	41.1%	11.4%	13.1%	-8.5%	0.4%	15.8%	-28.1%	9.4%

资料来源：国研网

08年四季度，我们跟踪的主要石油化工产品产量基本上都出现了不同程度的下降，其中以资源性产品和与石油相关性较大的产品产量下跌幅度最为严重，产品价格下跌、库存积压严重、行业利润状况下滑是主要原因。主要产品中电石产量同比下降了44.6%，磷铵同比下降21.2%，其他降幅超过10%的产品还包括乙烯、塑料树脂及共聚物、烧碱、纯碱、磷肥等。

二、2月份化工行业政策动态点评

2009年2月19日，国务院通过石化产业调整振兴规划。石化产业资源资金技术密集，产业关联度高，经济总量大，对促进相关产业升级和拉动经济增长具有举足轻重的作用。振兴石化产业，必须在稳定石化产品市场的同时，加快结构调整，优化产业布局，着力提高创新能力和管理水平，不断增强产业竞争力。规划主要内容包括：一要保持产业平稳运行。落实国家扩大内需、振兴重点产业和粮食增产等综合措施，拉动石化产品消费。加强进出口监管，完善能源产品价格形成机制。二要提高农资保障能力。调整化肥农药生产结构，优化资源配置，降低成本，增加供给。完善化肥淡储制度，加强农用柴油供应网络建设。三要统筹重大项目布局，大力推进技术改造。抓紧组织实施在建炼油、乙烯重大项目，增强产业发展后劲。推广资源综合利用和废弃物资源化技术，发展循环经济。四要控制总量、淘汰落后产能。停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，坚决遏制煤化工盲目发展势头。五要加大政策扶持。抓紧落实成品油储备，完善税收政策，增加技改投入，加大对石化企业的信贷支持。六要完善公司治理结构，加强科学决策，增强风险防控能力，提高石化企业管理水平。

点评：

2008年的金融风暴以及随之爆发的全球经济危机来得似乎突然，但对国内的石油化工行业而言，却只不过是加速了行业周期的回落，在我们之前的报告中已经分析过，国内石化企业2006以后的景气状况实际上是由高资源价格支撑着的，随着原油以及其他资源型产品价格的暴跌，下游需求也出现的大幅下降，石化行业的景气回落显得更加明显。产品价格暴跌。全行业几乎所有产品价格下跌幅度高达50%以上，部分产品价格甚至回到2005年的水平；亏损企业增多。据中国石油和化学工业协会公布的数据，至2008年11月，石油化工全行业亏损企业达4360家，亏损面14.9%，企业亏损额达1605.95亿元，同比增加605.6%；库存大幅增加。根据国家统计局的数据，到08年11月，化工产品库存仍处于较高水平，相当于8月份全国化工产成品库存水平，资金占用较为严重。

此次公布的石化产业规划只是一个初步的纲领性文件，尚没有实施细则的出台，但从上述六点主要内容来看，我们认为此次石化行业的振兴规划并不仅仅是针对在目前经济环境困难的大背景之下石化企业，并不仅仅是为了帮助受困企业渡过难关，而是更加着眼于中国石化行业的长远发展，调整产业结构，促进行业的健康发展

此次振兴规划涉及到的子行业有石油化工、化肥农药、煤化工。对于石化产业，主要是推动大型炼油、乙烯项目的建设，以拉动下游产业发展。对于化肥农药行业，主要是调整产品结构，稳定化肥农药产品价格，保证市场供应。对于煤化工行业，则以限制高能耗、高污染项目，遏制煤化工项目盲目扩张。

1、石油化工行业

对于石油化工行业而言，国家“十一五”规划中就强调要在2010年以

前形成20个千万吨级以上的炼油企业，逐步形成以长三角、珠三角、环渤海湾三个地区石化集群，同时关停规模小、效率低的炼油装置，以提高产业集中度和资源利用率。此次振兴规划将不会偏离依托现有“十一五”精神，而是提高建设速度和力度。

政府将重点支持中国石化、中国石油的大型炼化一体化项目，重点建设炼油、乙烯等对外依赖依旧较大的石化品种，将已经规划好的项目一定程度上提前开工，以投资拉动经济增长。尽管经济放缓对于成品油、乙烯等石化产品的需求也存在较大影响，但从长远来看，我国的经济增速依旧将保持长期的相对稳定增长，而部分乙烯产品的进口依存度依旧很高，加紧落实大型炼化装置将保证未来国内的增长需求。从中收益的企业除了中国石化和中国石化两大企业之外，还包括沈阳化工、辽通化工等正在发展炼化装置的企业。

落实成品油储备的政策将主要解决中国石化、中国石油的高库存问题，并构成政府对于成品油市场的调控能力。预计全国将完成成品油储备200万吨以上，并在未来逐步达到1000万吨以上的规模，这也将对炼油行业产生一定拉动作用。

天然气价格是目前国内主要资源产品中市场化程度最低的品种，存在价格较大的上涨压力，目前国内天然气严重供不应求，较低的价格不利于天然气行业发展，也不利于合理利用天然气这一稀缺资源。中国石油和中国石化作为国内最大的天然气生产商将从天然气价格调整中获益，而陕天然气作为中长距离天然气管输为主营业务的公司也将受益于这一进程。

2、基础化工行业

基础化工产品而言，如纯碱、氯碱行业等，政策重点强调要扩大内需、振兴重点产业，但对于具体行业而言，目前这些基础化工产品行业的主要下游行业如房地产、汽车、纺织等需求短期状况被难以发生根本性转机。同时，这些行业都不同程度的出现产能过剩的态势，依赖出口市场的情况相对严重。因此这一政策短时间内带来的提振作用相对较小，即使是通过提高出口退税等措施，在目前国内外经济环境背景下，也难以发挥太大的作用，预计未来一到两年之内，行业产能逐步消化，能源效率低、生产污染严重的中小企业逐步退出市场之后，行业中龙头企业将从长期健康稳定发展中获益，这也能够达到国家促进行业优胜劣汰的目的。

3、支农行业

对于农药、化肥、农膜等支农产业而言，收益于振兴规划的效果会相对明显。由于农业一直以来都是国家重点支持的产业。受国际需求因素影响不大，除了磷肥出口压力较大之外，其他子行业的主要市场还是在国内，因此需求市场几乎不受影响，并且还会随着国家农业投资力度的加大和农民可支配收入水平的提高而保持稳步增长。

对于化肥行业，整体而言所受影响相对中性，尽管需求方面相对稳定，但在振兴规划中也涉及到了保持市场稳定的政策，将加大国家淡储规模，维护化肥的市场价格稳定。在氮磷钾三种主要肥料品种中，我国的氮肥和磷肥已经实现的自给，其中磷肥的产能过剩更加严重，而钾肥依旧受到资

源限制需要大量进口，钾肥项目的建设依旧将是发展重点，如罗布泊钾肥二期、青海盐湖固矿液化项目和国安钾镁肥项目扩产等。因此建议关注化肥行业中生产成本具有优势、具备资源优势的化肥生产企业，如华鲁恒升、湖北宜化、盐湖钾肥、冠农股份等。同时由于天然气价格上涨存在一定压力，以天然气为主要生产原料的气头尿素生产企业将存在一定成本压力。对于农药行业，我国农药行业长期以来存在的问题是杀虫剂所占比重过高，而杀菌剂和除草剂相对较小，同时原药生产企业较多，而制剂生产企业较少，并且环保型产品比重相对较低。国家还将从产品结构方面进行指导，鼓励方向仍然是一直以来的高效、低毒、环境友好型的农药品种，收益的公司包括扬农化工、新安股份等，此外着力于农药渠道建设的诺普信也将从中获益。

4、煤化工行业

煤化工从基本分类来说可以简单分为煤焦化、煤气化和煤液化三种工艺路线。其中煤焦化主要是指生产焦炭、电石以及下游的乙炔化工产品，这是发展规划中重点提及将进行严格控制的行业，在经济利己的驱动下，目前我国的炼焦和电石化工行业产能已经严重过剩，此次规划叫停单纯的产能扩大项目将有利于避免资源的浪费和产能的无序扩张，但对于西北地区的资源循环利用装置的影响相对有限。

煤液化主要是指通过煤炭的直接或间接液化生产成品油、石脑油或烯烃产品，这些装置往往投资于大，并且存在较大的技术不确定性，此前国家已经禁止了盲目上马煤液化项目，而是维持现有几套示范装置建设，并且在目前的原油价格背景下，煤液化的经济性已经大幅下降，成本优势已经不明显，产业规划维持原有的限制措施也有利于行业的竞争激烈化。

煤气化是我国目前相对技术最为成熟的工艺路线，通过气化可以合成包括甲醇、甲醛、二甲醚甚至烯烃等一系列石化产品，其对于石油路线的替代性在原油价格较高时较为明显，但甲醇以及二甲醚的生产已经存在严重的产能过剩情况，目前国内可能通过加快下游车用醇醚燃料推进的方式来提升需求，但限制盲目的扩大产能依旧为主要方向。

综合来看，煤化工项目不仅需要煤炭资源基础，而且需要消耗大量水。目前国内相当多的煤化工项目是在高油价时期规划，而且北方煤炭富集的地区往往水资源匮乏。政府在综合考虑油价、水资源量和环境承载力这几个方面因素的情况下，决定遏制煤化工盲目势头，对于行业有序发展，保护水资源和环境具有积极意义。煤化工行业有可能受此次规划严格控制较小的企业是那些注重资源循环利用和技术存在优势、不单纯依靠产能扩张的企业，包括丹化科技、新疆天业等。

四、3月份化工行业投资策略

目前石化行业处于逐渐回暖的状况，主要化工产品价格都出现了一定程度的回升，预计多数企业的一季报业绩要好于08年四季度情况，其中以化肥农药行业表现最为稳定。从各子行业来看：

上游石化行业：由于原油价格在低位徘徊，炼油行业短期内收益明显，其中中石化要明显好于中石油，在3月份成品油不做下调动作的前提下，一季度中石化业绩将因此同比出现增长。

大宗资源性产品：纯碱、氯碱、甲醇等大宗资源性产品尽管产量也出现了一定程度的回升，但行业本身产能过剩的情况依旧未得到根本性改变，价格回升后企业开工率逐步回升，在下游需求依旧不够旺盛的背景下，产品价格上涨趋势可能较为缓慢，企业业绩短期内难以出现迅速回升。

化肥农药行业：目前进入化肥消费旺季，由于国家淡储政策的实施，以及市场价格限制的取消，化肥价格已经先于市场其他化工产品出现上涨，加上国家提高化肥淡储规模、四季度部分企业停产限产导致市场供应量下降等因素的影响，化肥子行业上市公司已经在2月份取得了较好的市场表现，需要注意可能存在的化肥价格回落所带来的市场风险。

精细化工、专用化学品行业：精细化工和专用化学品行业受周期性影响相对较小，尤其是受到需求支撑的产品如低毒农药、改性塑料等，业绩相对稳定，目前市场估值水平于其他化工子行业相差不大，依旧存在一定低估；同时，建议关注下游需求可能率先恢复的行业与产品，如聚氨酯、有机硅等，这些产品都存在较强的技术壁垒，产能过剩压力较小；而部分小宗专用化学品则需要关注下游需求行业状况，短期内下游行业需求还没有明显恢复的状况，如印染纺织助剂、DMF、TDI等。

五、重点跟踪公司盈利预测及评级

图表 37 重点跟踪公司盈利预测及评级

证券代码	证券简称	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	投资评级	目标价
600309.SH	烟台万华	0.91	0.87	1.06	14.22	14.87	12.21	推荐	16.50
600725.SH	云维股份	0.46	0.65	0.90	30.22	21.38	15.44	推荐	15.00
600078.SH	澄星股份	0.45	0.65	0.80	13.38	11.32	9.20	推荐	8.00
600426.SH	华鲁恒升	0.83	0.91	1.13	16.93	15.44	12.43	买入	17.00
600596.SH	新安股份	5.89	3.12	3.65	6.57	12.40	10.60	推荐	40.00
600143.SH	金发科技	0.10	0.36	0.47	73.90	20.53	15.72	推荐	9.50
601857.SH	中国石油	0.68	0.75	0.80	16.03	14.53	13.63	观望	11.00
600028.SH	中国石化	0.28	0.53	0.55	30.07	15.89	15.31	买入	10.00
600299.SH	蓝星新材	-0.30	0.41	0.52	-44.67	32.68	25.77	观望	15.50
000755.SZ	山西三维	0.03	0.33	0.40	245.7	22.33	18.43	观望	7.00
000822.SZ	山东海化	0.65	0.70	0.80	10.25	9.51	8.33	观望	7.00
600096.SH	云天化	1.49	1.57	1.75	16.23	15.40	13.82	观望	26.00
600423.SH	柳化股份	0.56	0.72	1.03	17.57	13.67	9.55	推荐	12.00
000792.SZ	盐湖钾肥	2.23	4.07	4.82	23.12	11.96	10.70	观望	55.50
002037.SZ	久联发展	0.31	0.81	1.06	37.29	14.27	10.91	买入	14.58
002165.SZ	红宝丽	0.6	0.77	1.07	29.48	22.97	16.53	推荐	15.58

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

石油化工行业

2009 年 03 月 05 日

烟台万华 (600309)

当前股价: 13.41 元

产品价格位于底部, 公司业绩相对稳定

投资要点:

- 2008年, 烟台万华实现主营业务收入77.04亿元, 同比减少了1.27%, 实现净利润15.09亿元, 同比增长1.47%。全年实现每股收益0.91元, 略低于我们的预期, 扣除非经常性损益后每股收益0.74元。公司净资产收益率为34.39%, 比07年下降了2.99个百分点。
- 公司业务增速减缓、业绩下降的主要原因是在全球金融危机的影响之下, 下游制鞋、制革、汽车等行业下降趋势明显。同时, 2008年是国内MDI产能集中体现的一年, 拜耳35万吨、BASF联恒24万吨装置分别投产, 国内产能逐步转向平衡、乃至过剩。在供给两方面因素的影响之下, MDI产品价格大幅下滑, 聚合MDI从最高2.4万元/吨下降到最低1.2万元/吨, 公司产品毛利水平也随之下降, 其中以聚合MDI毛利水平下降最为明显, 公司主营业务综合毛利水平在四季度跌破20%。
- 目前公司的烟台和宁波两套MDI装置从一二月份的50%开工负荷率逐步回升, 而同行业公司开工率普遍较低, 甚至出现停产的情况, 主要原因是原料苯胺供应较为紧张, 到货量不到正常水平的50%, 而公司原料供应方面较为稳定。公司纯MDI和聚合MDI挂牌价分别为1.7万元/吨和1.3万元/吨, 基本与2月持平, 相对于最低价格已经出现回升。目前由于MDI下游需求依旧维持疲弱盘整状态, 需求启动较为缓慢, 因此预计一季度MDI市场价格依旧将维持在低位。
- 在宁波24改30项目完成以后, 公司现有MDI产能达到50万吨, 预计宁波二期项目将在2010年下半年建成, 届时公司MDI产能将达到80万吨, 将维持公司在国内MDI市场的领导地位。
- 2009年, 宁波和烟台公司分别获得高新技术企业的认定, 公司将在2008-2010年享受15%的优惠所得税率。根据预测, 公司2009年-2011年的每股收益分别为0.87、1.06和1.41元, 动态市盈率分别为15.42、12.60和9.48倍。目前与其他龙头企业相比, 公司的估值已经具有了一定吸引力, 长期来看, 公司依旧具有增长潜力, 按照优质化工企业18-20倍盈率水平计算, 目标价为16.50, 我们维持“推荐”的投资评级。

研究员: 熊杰

电话: 025-84457777-833

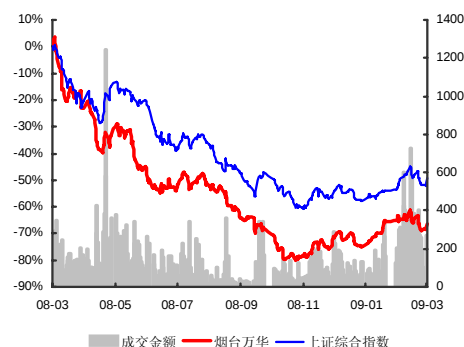
E-mail: yjsxj@mail1.htsc.com.cn

http://www.htsc.com.cn

地址: 南京市中山东路90号

投资评级 推荐
目标价 16.50

股价走势图



相关研究

烟台万华: 短期需求波动不影响长期增长格局 2008. 07. 22

烟台万华: 业绩高增长不仅仅来自于规模扩张 2008. 03. 07

公司基本资料

总股本 (万股)	166333.44
实际流通 A 股 (万股)	82342.65
52 周内股价区间 (元)	6.95-53.38
总市值 (万元)	2230531.43
总资产 (万元)	786272.27
每股净资产 (元)	2.90

主要经营指标预测

	08A	09E	10E	11E
主营业务收入	770439.30	797902.00	895843.00	1087451.0
+/-%	-1.27%	3.56%	12.27%	21.39%
净利润	150973.64	144674.28	177054.55	235274.85
+/-%	1.47%	-4.17%	22.38%	32.88%
EPS	0.91	0.87	1.06	1.41
P/E	14.77	15.42	12.60	9.48

构成所证券头买的出价或征价。我公司及共所属天联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券并可进行买卖, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

石油化工行业

2009年03月16日

红宝丽 (002165)

当前股价: 16.73 元

下游需求稳定, 增长还在继续

投资要点:

- 公司是在原南京市聚氨酯化工厂基础之上整体改制设立的股份有限公司, 具有20年研究、开发聚氨酯产品的历史, 目前主营聚氨酯、异丙醇胺系列产品的研制开发和生产经营, 具有4万吨硬泡组合聚醚、2万吨异丙醇胺、1万吨水泥外加剂的生产能力, 公司硬泡组合聚醚生产规模居国内第一, 异丙醇胺生产规模排名亚洲第一、全球第三。公司未来将依旧专注于聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺、水泥外加剂三大主业产品, 加大产品研发力度, 在提高现有产品市场占有率的同时, 试图实现产业链的延伸, 实现业绩的持续稳定增长。
- 公司是国内最大的组合聚醚生产商, 在硬泡组合聚醚领域占据国内市场总量的10%左右, 而在冰箱冰柜市场, 公司08年占据30%左右的市场份额, 具有绝对的龙头地位。公司产品在同行业中质量优良, 单体和硬泡组合聚醚可以针对客户的不同地域和季节进行调节, 并在各大冰箱冰柜生产企业都派驻有技术人员, 可以根据企业需求进行技术研发, 有助于提高下游企业的生产效率。公司利用产品的优良品质和强大的技术服务优势, 建立了稳定的大客户群。2009年, 公司5万吨新建产能完工后, 将进一步确保组合聚醚业务的国内龙头地位, 并将在冷链、保温板等业务领域拓展市场份额。
- 公司异丙醇胺业务是经过7年的研究发展起来的新业务领域, 异丙醇胺作为乙醇胺替代性产品, 具有广阔的市场空间。公司的高压超临界流合成工艺, 已经达到世界先进水平, 目前是亚洲第一、世界第三的异丙醇胺生产商。08年产能负荷率70%左右, 随着下游市场的开发, 预计09年将进一步提升至85%左右。
- 水泥外加剂是以三异丙醇胺为原料的新型水泥磨料, 在国际上已有了较为广泛的运用, 在国内尚处在推广阶段, 公司是国内唯一一家拥有原料三异丙醇胺生产能力的混凝土外加剂生产企业, 随着市场开发力度的加大和国内基础设施建设步伐的加快, 预计未来几年将保持30%以上增长幅度。
- 根据预测, 红宝丽2009-2011年的每股收益分别为0.77元、1.07元和1.30元, 动态市盈率分别为21.80倍、15.84倍和12.84倍。我们认为, 公司在募集资金项目建成后, 将继续保持快速增长的态势, 下游行业的发展有利于公司有效规避经济危机的影响, 公司的技术服务性质的业务模式也赋予了公司有别于一般化工企业的低周期性, 可以给予公司一定的溢价, 我们给予公司“推荐”的首次评级, 目标价18.50元。

研究员: 熊杰

电话: 025-84457777-833

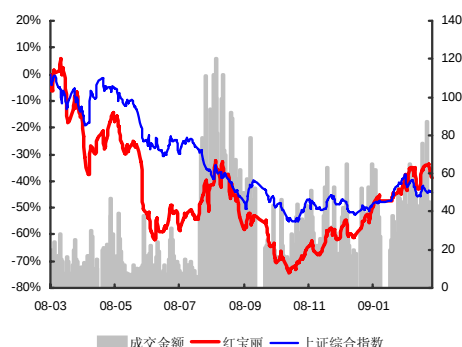
E-mail: yjsxj@mail1.htsc.com.cn

http://www.htsc.com.cn

地址: 南京市中山东路90号

投资评级 推荐
目标价 18.50

股价走势图



公司基本资料

总股本 (万股)	11250.00
实际流通 A 股 (万股)	5969.54
52 周内股价区间 (元)	6.95-53.38
总市值 (万元)	188212.50
总资产 (万元)	64320.93
每股净资产 (元)	3.98

主要经营指标预测

单位: 万元	08A	09E	10E	11E
主营业务收入	88990.49	97884.18	131300.00	152050.00
+/-%	20.83	9.99	34.14	15.80
净利润	7237.62	9336.21	12965.13	15795.54
+/-%	21.57	29.00	38.87	21.83
EPS (元)	0.60	0.77	1.07	1.30
P/E	28.07	21.80	15.64	12.84

久联发展 (002037):
当前股价: 11.16 元

贵州铁路建设拉动炸药需求快速增长

投资要点:

- 公司是民爆行业的龙头企业, 经过 4 年的生产线技改, 炸药产品符合民爆行业十一五规划鼓励类品种。目前具有 15.9 万吨改性铵油、膨化硝酸铵、乳化炸药核定产能, 公司实际产能达 6.95 万吨左右, 产能在核定产能下具有较大的弹性空间, 下游需求是公司未来业绩增长的主要因素。
- 民爆产品具有较强的地域性, 销售半径一般在 200 公里左右, 主要应用于两大类领域, 一是基础设施建设; 二是工矿企业生产。从目前贵州省的规划来看, 未来 5 年内要建设 5 条通往外省的快速铁路, 其中贵阳-广州快速铁路已经开工建设, 2009 年将开工建设贵阳-重庆快速铁路, 另外 3 条快速铁路贵阳-成都、贵阳-昆明、贵阳-长沙正在进行前期工作。初步测算, 快速铁路建设将拉动民爆器材在未来 5 年内销售 50 亿左右。
- 高速公路方面, 以未来 10 年左右实现县县通高速公路为目标, 2009 年新增高速公路通车里程 254 公里以上, 改造国、省干线公路 461 公里, 开工建设通乡村柏油路 3194 公里。
- 贵州煤炭和磷矿资源丰富, 煤炭产量常年保持在 1 亿吨以上, 2008 年全国磷矿石产量为 4658 万吨, 贵州产量 1200 万吨, 占全国产量的 26% 左右。在水利水电工程方面, “滋黔” 一期工程在 2008 年已经开工建设, 2009 年将开工建设黔中水利枢纽一期工程和一批“滋黔”工程。
- 从以上快速铁路、高速公路、煤炭和磷矿资源生产、水利水电工程开工及建设进度来看, 在未来可预期的 5 年内, 每年对民爆器材的需求保守估计在 20 亿以上。
- 由于炸药产品在 2008 年提价以及原料硝酸铵价格处于低位, 炸药产品今年有望保持较高的毛利率。
- 在爆破工程方面, 现场炸药混装车技术将成为未来炸药行业的发展方向, 有可能改变现有炸药企业的生产方式。
- 盈利预测表明, 2009、2010 年每股收益分别为 0.81、1.06 元, 对应市盈率分别为 13.7、10.5 倍, 相对同行业估值偏低, 给予 2009 年 18~20 倍估值, 目标价 14.58~16.2 元, 给予“买入”评级。

研究员: 吴剑平

电 话: 025-84457777-474

E-mail: wujianping@mail.htsc.com.cn

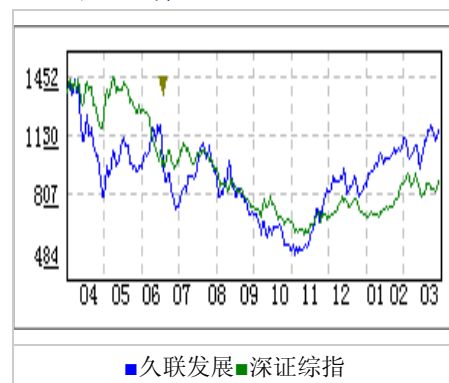
<http://www.htsc.com.cn>

地 址: 南京市中山东路 90 号

报告日期: 2009 年 3 月 17 日

投资评级: 买入
目标价: 14.58~16.2 元

12 个月走势:



相关研究报告:

公司主要数据	2008 年 Q4	业绩和估值指标	2007	2008E	2009E	2010E
总股本(万)	12100	EPS(元)	0.31	0.31	0.81	1.06
实际流通 A 股(万)	7740.39	BVPS(元)	4.25	4.64	5.30	6.16
52 周内股价区间(元)	4.51~14.29	PE(X)	36.0	35.5	13.7	10.5
总市值(亿)	16.3	PB(X)	2.6	2.4	2.1	1.8
总资产(亿)	14.4	P/FCF	-20.0	10.4	34.3	18.7
每股净资产(元)	3.87	P/S	2.1	1.6	1.2	1.0
		EV/EBITDA	13.7	13.4	6.6	5.2

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。