

深度报告

化工行业

2009 年二季度投资策略

 特殊化学品
 化工原材料

 推荐 (维持评级)
 中性 (维持评级)

2009 年 3 月 20 日

本报告的独到之处

- 明确指出, 目前化工行业的投资机会主要来自内生性增长动力较强的优质龙头与特色企业
- 相对看好农药、化工新材料, 关注民爆子行业, 钾肥行业在 09 年具有波段性的投资机会

相关研究报告:

《2009 年化工行业投资策略: 经济放缓下首选抗周期品种》

08/12/09

《2008 年化工行业中期投资策略报告: 高油价下, 寻找中国的比较优势行业》

08/06/30

《2008 年化工行业投资策略: 中国化工的黄金之年》

08/01/04

《2007 年化工行业中期投资策略-分享行业景气带来的投资机会》

07/07/04

《2007 年化工行业投资策略: 化工成长股-推动中国奇迹的重要引擎》

07/01/15

《2006 年化工行业投资策略: 技术进步背景下的优质化工公司选择》

06/01/11

《2005 年化工行业中期投资策略: 寻找持续创造价值的中国化工企业》

05/08/02

化工行业首席分析师: 邱伟

电话: 0755-82130833-1858

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

化工行业助理分析师: 陆震

电话: 0755-82130833-1839

E-mail: luzhen@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

季度投资策略

重点关注内生性增长动力较强的优质化工企业

●宏观经济尚未好转, 化工原材料价格超跌反弹渐入尾声

由于国内外宏观经济整体状况尚未好转, 油价继续在低位徘徊: 化工行业整体下游需求依然低迷, 前期由于下游经销商补充库存而引起的化工产品价格回升已经趋于平缓。

我们将继续关注在国家刺激内需以及十大产业振兴规划政策背景下, 化工行业重要下游需求来源的汽车房地产等行业先导性指标的变化, 同时我们也将密切关注石化行业调整振兴规划细则的出台。

●继续看好农药、新材料, 关注民爆, 钾肥可能存在波段性投资机会

农药行业需求相对稳定, 预计 09 年农药消费量增长 5-10%, 继续看好行业龙头以及特色企业。

从历史经验来看, 未来经济复苏往往可能伴随着新技术与产品的大规模应用。国内的特殊化学品或者精细化工行业, 已经在新产品开发以及产业化方面积累了一定程度的经验, 建议积极关注有机硅、芳纶、TFT-LCD 相关材料、新能源材料、改性塑料等行业。

民爆行业及上游的硝酸铵由于与基建相关, 需求可能较为稳定, 建议保持关注。

由于尿素板块股价已经包含了季节性上涨的预期, 未来股价的上涨主要来自于公司内生性动力以及油价可能的上涨, 尿素行业整体估值与油价走势的关联度将提高。

全球钾肥短期价格大幅下降的可能性不大, 国内钾肥长期消费可能量增价减, 盐湖钾肥 (000792.SZ) 09 年可能存在波段性的投资机会。

●关注由于化工企业价值低估带来的投资机会

根据国内外化工上市公司的历史 P/B 数据, 化工公司处于低谷时期的 PB 一般也在 1-1.5 倍左右, 低于此估值范围的公司可能存在一定的投资机会, 潜在投资标的的可能包括山西三维、蓝星新材等。

公司 名称	EPS			P/E (09/03/13)			评级
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
新安股份	5.89	2.08	3.49	6.35	17.98	10.71	推荐
烟台万华	0.91	0.93	1.09	13.62	13.32	11.37	推荐
金发科技	0.18	0.34	0.50	37.39	19.79	13.46	推荐
柳化股份	0.56	0.70	0.89	16.86	13.49	10.61	推荐
德美化工	0.71	0.75	0.80	17.46	16.53	15.50	推荐
扬农化工	1.70	1.81	2.12	19.29	18.12	15.47	谨慎推荐
诺普信	0.57	0.74	0.92	35.25	27.15	21.84	谨慎推荐
利尔化学	0.65	0.83	1.04	27.17	21.28	16.98	谨慎推荐
山西三维	0.03	0.02	0.26	238.00	357.00	27.46	谨慎推荐
盐湖钾肥	1.85	4.05	4.34	27.07	12.37	11.54	谨慎推荐

内容目录

08 年行业指标大幅回落	3
08 年工业总产值、销售产值增速回落.....	3
下游需求并未发生实质性好转.....	3
继续看好农药、新材料，关注民爆，钾肥可能存在波段性投资机会	5
继续关注农药行业龙头与特色企业.....	5
化工新材料一直是经济低迷背景下的亮点.....	5
关注民爆行业.....	6
尿素行业上市公司历史 P/E 主要处于 10-20 倍区间，未来走势取决于油价.....	6
钾肥可能存在波段性投资机会.....	7
关注由于化工企业价值低估带来的投资机会	8
附录：化工行业产业链	10
免责条款：	11

图表目录

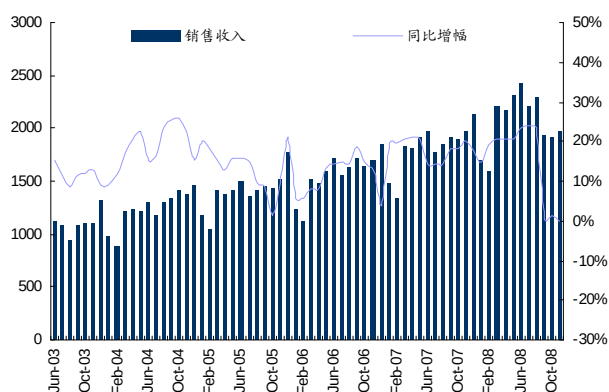
图 1：03.06-08.11 行业销售收入增长.....	3
图 2：03.06-08.11 行业利润总额增长.....	3
图 3：03.06-08.11 销售利润率变化—行业利润率大幅下降.....	3
图 4：中国纺织出口同比增速下降.....	4
图 5：中国汽车销售量同比增速继续下滑.....	4
图 6：新开工项目投资增速下降.....	4
图 7：房地产投资仍然处于低位.....	4
图 8：煤头尿素代表性公司历史 P/E 变化.....	7
图 9：气头尿素代表性公司历史 P/E 变化.....	7
图 10：国外化工巨头历史 P/B 变化.....	9
图 11：国内化工行业上市公司历史平均 P/B 变化.....	9
表 1：国内化工行业上市公司新材料研究开发情况部分统计.....	5
表 2：重组后 2011EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析.....	7
表 3：重组后 09EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析.....	8
表 4：重组前 09EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析.....	8
表 5：A 股主要化工公司盈利预测与估值水平.....	9

08 年行业指标大幅回落

08 年工业总产值、销售产值增速回落

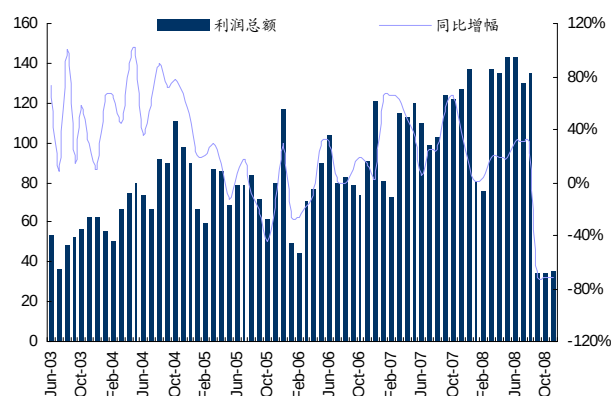
根据石化行业协会统计的数据，1-12 月份整个化工行业实现累计现价工业总产值、累计现价销售产值分别同比增长 24.09%、23.32%，与 2007 年的两项指标增速 30.76%、30.90%相比大幅下降，预计 1H2009 行业整体增速不会出现明显好转。

图 1: 03.06-08.11 行业销售收入增长 亿元, %



资料来源：中国石化协会，国信证券经济研究所

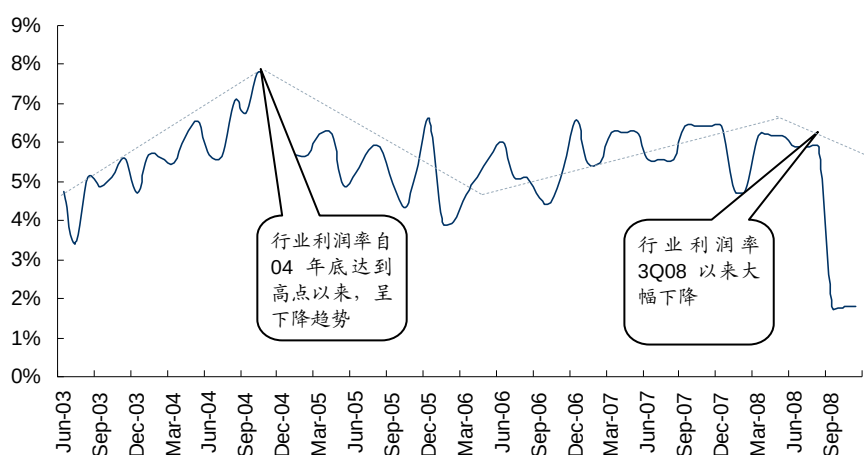
图 2: 03.06-08.11 行业利润总额增长 亿元, %



资料来源：中国石化协会，国信证券经济研究所

自 02 年行业进入复苏周期以来，化工行业销售利润率在 04 年 10 月达到高点，进入 05 年，销售利润率呈下降趋势，一直延续至 06 年初。从 06 年底行业利润率开始回升，这一趋势延续到 08 年中期，08 年 3Q 开始，行业利润率大幅下降，我们预计 1Q09 行业利润率将继续在低位徘徊。

图 3: 03.06-08.11 销售利润率变化—行业利润率大幅下降 %



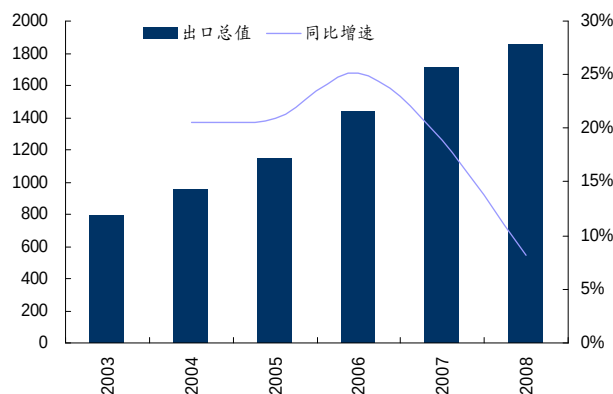
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

下游需求并未发生实质性好转

2H08 开始，国内外 GDP 增速放缓导致的出口和消费增速下滑，导致化工

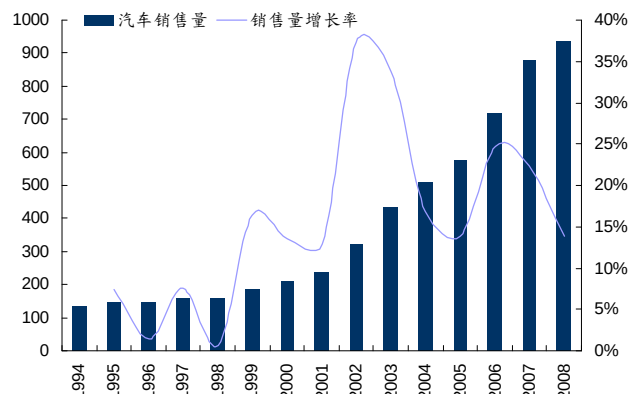
行业整体需求下降，并引发行业整体周期向下。其中化工产业链上游的原材料子行业，下降幅度较为明显。

图 4: 中国纺织出口同比增速下降 亿美元, %



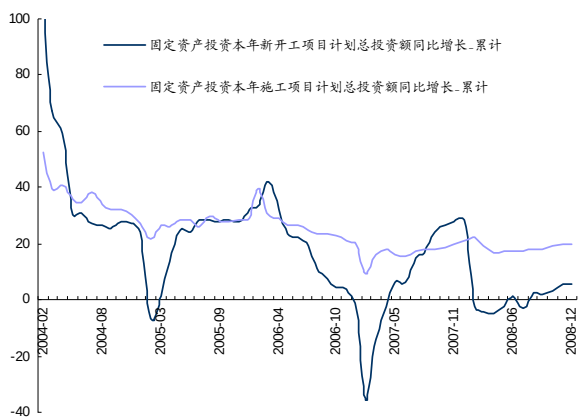
资料来源: 国信证券经济研究所

图 5: 中国汽车销售量同比增速继续下滑 万辆, %



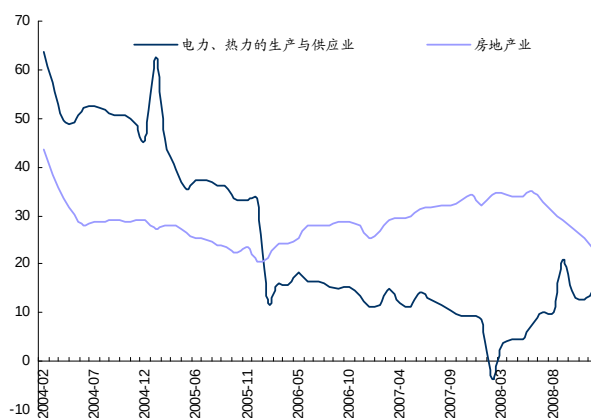
资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 新开工项目投资增速下降 %



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 7: 房地产投资仍然处于低位 %



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

当前油价处于低位引起原材料成本大幅下降，但是由于下游需求低迷，多数化工产品依然低价积压，大部分化工企业很难享受到生产成本下降带来的利好；而 3Q08 开始的化工产品价格大幅下跌引起大部分化工企业 2008 年出现存货减值，引起净利润大幅下降。

09 年年初由于下游经销商补充库存而引起的化工产品价格回升已经趋于平缓。我们将继续关注在国家刺激内需以及十大产业振兴规划政策背景下，化工行业重要下游需求来源的农业、纺织、房地产、汽车等行业先导性指标的变化，同时我们也将密切关注石化行业调整振兴规划细则的出台。

继续看好农药、新材料，关注民爆，钾肥可能存在波段性投资机会

继续关注农药行业龙头与特色企业

由于中国未来土地集约化程度、病虫害发生面积、人均 GDP 三大因素均呈上升趋势，农药需求增长在中短期内会保持稳定增长趋势。长期来看，人口增长、消费升级、生物能源共同支撑农产品需求增长，农药需求有望保持稳定增长，同时以生物农药和转基因技术为代表的生物技术替代效应将会越来越明显，将引起农药需求的结构变化。

预计 09 年农药消费量增长 5-10%。重点关注由于高毒农药替代以及农药升级换代带来的行业性投资机会，建议关注菊酯类以及吡啶类农药子行业，同时我们将依然对于农药行业中的第一大品种草甘膦保持密切关注。

近年来，国家相关部门已经出台了一系列农药行业新政，提升了农药的注册环保等壁垒，其引导行业进行有效整合、走向规范健康的发展道路的意图十分明显。在此背景下，我们继续看好行业龙头以及特色企业：**新安股份** (600596.SH)、**扬农化工** (600486.SH)、**红太阳** (000525.SZ)、**利尔化学** (002258.SZ)、**诺普信** (002215.SZ)。

我们认为农药行业的投资风险主要来自于农产品价格下跌以及农民实际收入水平的下降，由于农药需求变化可能滞后于 GDP 变化，2010 年全球农药需求可能出现回调，消费量可能下降 5-7% 左右。当前农药行业逐步进入需求旺季，伴随着消费量的上升，农药价格也如期反弹，但是需要注意农药板块可能会在旺季过后出现一定程度的下跌。

化工新材料一直是经济低迷背景下的亮点

回顾国外化工跨国巨头杜邦与巴斯夫的发展历程，我们可以发现，其通过持续创新推动企业发展的轨迹非常清晰：杜邦通过发明硝化炸药完成了原始积累，通过发明特氟龙、尼龙、氨纶（莱卡）等系列产品实现了飞跃，近年来又在生物、电子通讯、营养保健、安全防护、新能源等领域积极布局；巴斯夫针对汽车行业开发了具有多种优越性能的聚氨酯产品，可用于座椅、靠枕、消音设施，仪表盘和方向盘、气囊罩、换挡把、空气滤清器等，满足消费者更高驾乘舒适度、更小异味和更低排放等要求。

表 1：国内化工行业上市公司新材料研究开发情况部分统计

上市公司	化工新材料	项目进度	用途
新安股份	混炼胶	收购专业混炼胶生产商深圳天玉，定位中高端市场	食品，电气，电子电器，
	造纸化学品、石油加工助剂、高分子材料用抗静电剂	收购成为杭州化工研究院第一大股东	石油，造纸，塑料，橡胶，纤维
金发科技	高温尼龙	已出产品	汽车，电器
	完全可降解塑料	中试进展顺利	零售用包装袋等
烟台氨纶	芳纶 1414	中试进展顺利	轮胎，橡胶，军工航天，服装
烟台万华	ADI	中试进展顺利	涂料等
诚志股份	液晶材料	技术面临突破，资产即将注入上市公司	TFT-LCD
江苏国泰	锂电池电解液	继续扩大电解液产能	锂离子电池

资料来源：国信证券经济研究所

从历史经验来看，未来经济复苏往往可能伴随着新技术与产品的大规模应用。国内的特殊化学品或者精细化工行业，自改革开放的二十多年以来，已经在新产品开发以及产业化方面积累了一定程度的经验，而经济低谷期也给予了具备一定实力的化工新材料企业充分的时间与低成本空间，逐步将技术成熟化，规模化生产，建议积极关注有机硅、芳纶、TFT-LCD 相关材料、新能源材料、改性塑料等行业，持续关注**新安股份**（600596.SH）、**烟台万华**（600309.SH）、**金发科技**（600143.SH）、**烟台氨纶**（002254.SZ）等公司的长期投资机会，当前**诚志股份**（000990.SZ）即将注入的液晶材料资产技术面临突破，我们建议对此保持密切关注。

作为材料工业的化工难免会受到下游需求减弱的影响，但是优秀的化工新材料龙头与特色企业有望通过新产品的推出削弱这一影响，实现“周期性成长”，从而持续发展壮大。

关注民爆行业

09年基建投资大幅增加，将刺激民爆行业的销售扩张。民爆行业政策壁垒很高，所有流程都由政府部门严格监管。

民爆行业区域集中度高，竞争缓和，下游企业敏感性较弱（炸药成本只占开采成本的约3%），民爆产品的价格很难回落。民爆行业生产产量严格批准的特点导致了民爆行业生产相对稳定，制约了产能随意释放。

建议关注**久联发展**（002037.SZ）、**南岭民爆**（002096.SZ）、**雷鸣科化**（600985.SH）、**江南化工**（002226.SZ）等行业龙头的发展。

此外，民爆行业上游的硝酸生产企业**柳化股份**（600423.SH）、**兴化股份**（002109.SZ）可能也将连带受益。

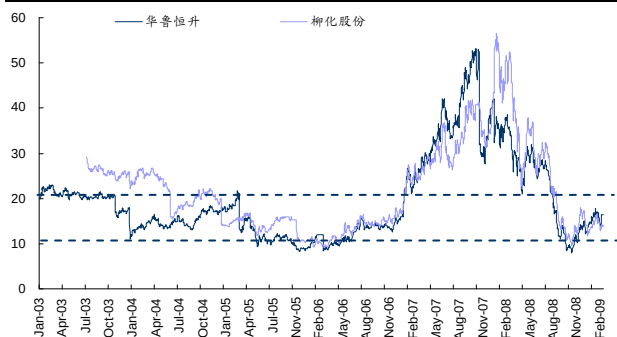
尿素行业上市公司历史 P/E 主要处于 10-20 倍区间，未来走势取决于油价

09 年国内尿素行业主要相对收益机会来自于季节性上涨、成本结构的不匹配以及区域市场的不平衡。由于当前已处于销售旺季，股价已经包含了季节性上涨的预期，未来股价的上涨主要来自于内生性动力，例如柳化股份的内生性增长。（请参考我们柳化股份的相关研究报告）

09 年 4 月份开始，尿素行业整体估值与油价走势的关联度将提高：油价上涨将提升估值水平，反之亦然。

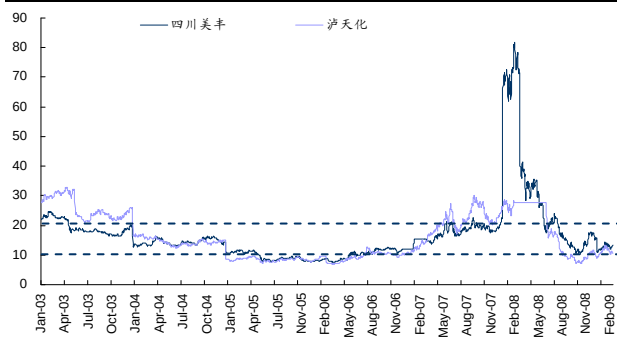
我们发现，P/E 与两个主要因素相关——原油价格变化和股票市场表现：当油价正在上涨或者预期上涨的时候，由于预期尿素价格上涨，尿素行业上市公司 P/E 会出现上升；当市场行情超出正常水平时，尿素行业上市公司 P/E 也会相应大幅上升，例如在 2007 年。

图 8: 煤头尿素代表性公司历史 P/E 变化



资料来源: 国信证券经济研究所
注: 使用当年股价除以当年 EPS

图 9: 气头尿素代表性公司历史 P/E 变化



资料来源: 国信证券经济研究所
注: 使用当年股价除以当年 EPS

钾肥可能存在波段性投资机会

全球以加钾为首的钾肥巨头继续限产保价, 限产总量已经达到约 500 万吨, 根据历史经验, 短期内全球钾肥价格出现大幅下降的可能性不大。

中长期来看, 国内钾肥供给逐步增加, 国内钾肥价格跟随国际市场定价的局面可能逐步改变, 钾肥价格可能不会长期维持高位。但是国内经济作物等种植面积的上升将会推动钾肥消费量稳步上升。

我们认为重组以后盐湖钾肥的长期价值区间为 42.4~66.4 元。估值上限对应的氯化钾价格为 3400 元/吨, 估值下限对应的氯化钾价格为 2500 元/吨。考虑到目前的股价和氯化钾销售价格(公司报价仍在 4750 元), 股价的安全边际较高, 我们上调公司投资评级至“谨慎推荐”。钾肥 09 年可能存在波段性的投资机会。

表 2: 重组后 2011EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析

	产量				
	300	310	320	330	340
4200	5.51	5.70	5.88	6.06	6.24
3800	4.92	5.08	5.24	5.40	5.56
3400	4.32	4.46	4.60	4.74	4.89
3000	3.72	3.84	3.96	4.09	4.21
2500	2.97	3.07	3.17	3.26	3.36
2200	2.53	2.61	2.69	2.77	2.85
1900	2.08	2.14	2.21	2.28	2.35

资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: 重组后 09EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析

		产量				
		220	235	250	265	280
售 价	4050	3.91	4.17	4.43	4.70	4.96
	3900	3.74	4.00	4.25	4.50	4.75
	3750	3.58	3.82	4.06	4.30	4.54
	3600	3.42	3.64	3.87	4.10	4.33
	3450	3.25	3.47	3.69	3.90	4.12
	3300	3.09	3.29	3.50	3.70	3.91
	3150	2.92	3.12	3.31	3.51	3.70

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: 重组前 09EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析

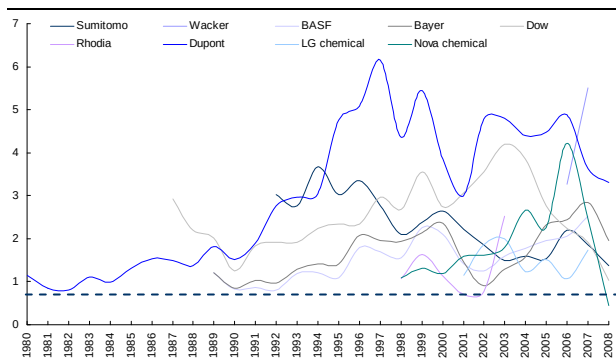
		产量				
		220	235	250	265	280
售 价	4050	4.15	4.43	4.71	4.98	5.26
	3900	3.96	4.23	4.49	4.75	5.02
	3750	3.77	4.02	4.27	4.52	4.77
	3600	3.58	3.81	4.05	4.29	4.53
	3450	3.38	3.61	3.83	4.06	4.28
	3300	3.19	3.40	3.61	3.83	4.04
	3150	3.00	3.20	3.40	3.59	3.79

资料来源：国信证券经济研究所

关注由于化工企业价值低估带来的投资机会

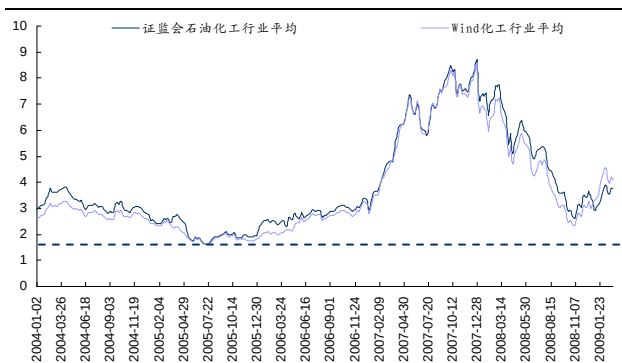
根据国内外化工上市公司的历史 P/B 数据，化工公司处于低谷时期的 PB 一般也在 1-1.5 倍左右，低于此估值范围的公司可能存在一定的投资机会，但是这种公司需要有两个必备条件：一是必须是行业龙头，二是成本在行业内处于较低的水平，这两项条件保证了备选公司不会在经济低迷的情况下破产倒闭，潜在的投资机会可能包括山西三维、蓝星新材等。

图 10: 国外化工巨头历史 P/B 变化



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 11: 国内化工行业上市公司历史平均 P/B 变化



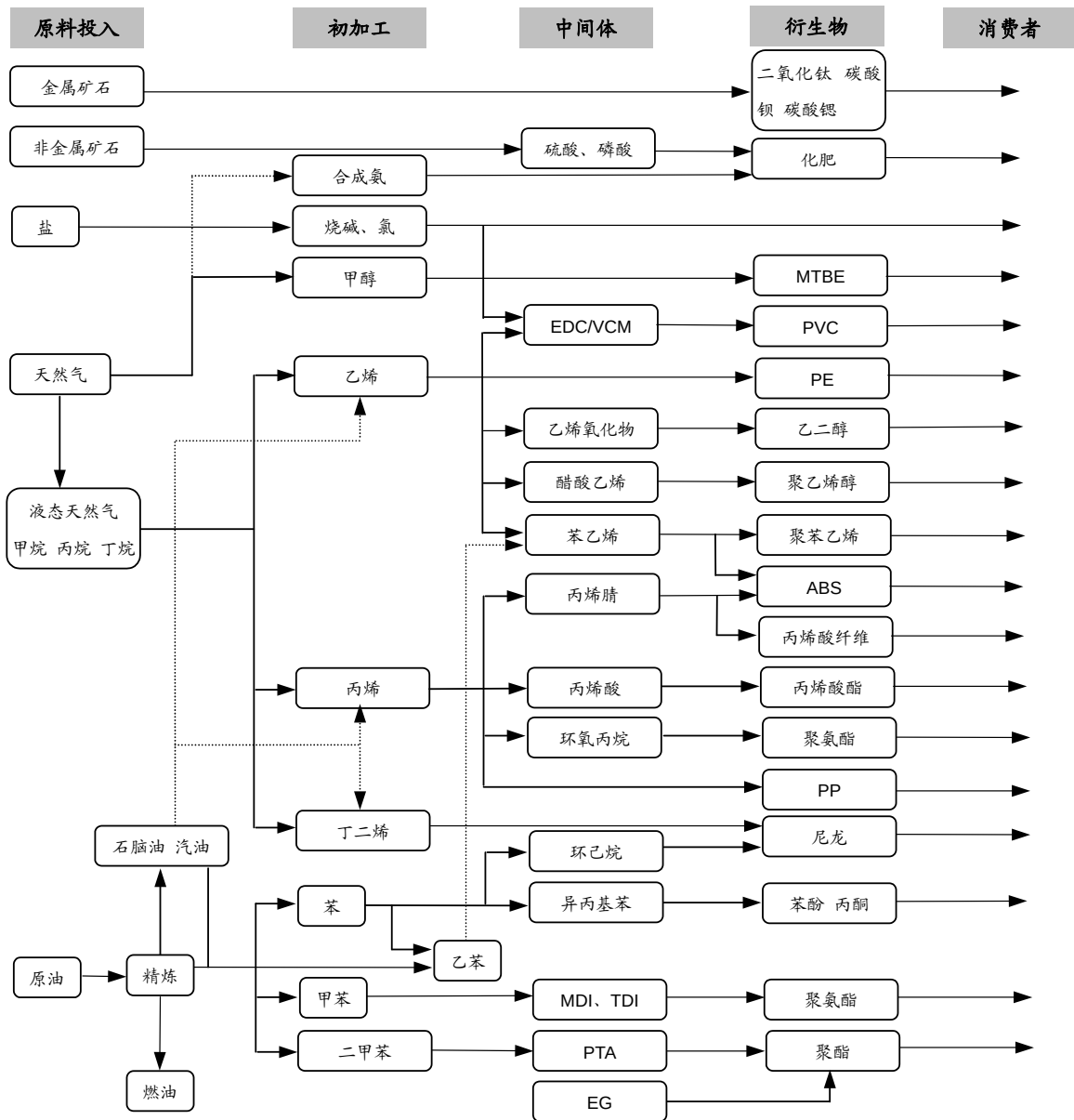
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

表 5: A 股主要化工公司盈利预测与估值水平

公司名称	公司代码	收盘价 (09/03/13)	EPS			P/E			PB	评级
			EPS08E	EPS09E	EPS10E	PE (08E)	PE (09E)	PE (10E)		
新安股份	600596.SH	37.39	5.89	2.08	3.49	6.35	17.98	10.71	3.58	推荐
烟台万华	600309.SH	12.39	0.91	0.93	1.09	13.62	13.32	11.37	4.28	推荐
金发科技	600143.SH	6.73	0.18	0.34	0.50	37.39	19.79	13.46	3.75	推荐
柳化股份	600423.SH	9.44	0.56	0.70	0.89	16.86	13.49	10.61	1.95	推荐
德美化工	002054.SZ	12.40	0.71	0.75	0.80	17.46	16.53	15.50	3.03	推荐
扬农化工	600486.SH	32.80	1.70	1.81	2.12	19.29	18.12	15.47	5.01	谨慎推荐
诺普信	002215.SZ	20.09	0.57	0.74	0.92	35.25	27.15	21.84	17.23	谨慎推荐
利尔化学	002258.SZ	17.66	0.65	0.83	1.04	27.17	21.28	16.98	2.90	谨慎推荐
山西三维	000755.SZ	7.14	0.03	0.02	0.26	238.00	357.00	27.46	1.55	谨慎推荐
盐湖钾肥	000792.SZ	50.08	1.85	4.05	4.34	27.07	12.37	11.54	16.01	谨慎推荐
云天化	600096.SH	22.65	1.59	---	---	14.25	---	---	4.03	中性

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

附录：化工行业产业链



国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价涨幅为相对大盘 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价涨幅为相对大盘 10%—20 之间
	中性	预计 6 个月内，股价变动幅度相对大盘介于±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价跌幅为相对大盘 10%以上
行业 投资评级	推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 5%—10 % 之间
	中性	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数±5%之间
	回避	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数-5%以上

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 焱	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456