

化工

侯宏森

0755-82026831

houhongsen@cjis.cn

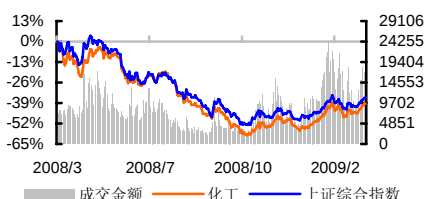
评级调整: 下调

行业基本资料

上市公司家数	175
总市值(亿元)	13854
占 A 股比例(%)	6.51%
平均市盈率(倍)	68.01

行业表现

(%)	1M	3M	6M
化工	5.93	29.51	7.76
上证综合指数	6.26	25.47	5.49



相关报告

2008-12-12 行业研究《重点投资精细化发

2008-12-25 行业研究《氮肥行业: 消费旺季, 这边有风景》

2009-02-07 行业研究《产业振兴, 将诞生新的投资机会》

2009-03-04 行业研究《化工板块或将阳春三月》

化工行业 2009 年(二季度)投资策略

中性

期待回调, 布局精细化发展领域的又一良机

化工板块阳春三月, 在前期产品销量大增和价格上涨的带动下走出第二波行情, 其能否持续上扬? 我们认为, 一季度的行情是不正常的, 是非正常的需求拉动, 且油价攀升扩大了不正常的行情。二季度我们期待回调, 建议为后半年的内需拉动进行精心布局。

投资要点:

- 近期化工板块估值水平突破前期高点, 符合我们三月份策略分析的预期。
- 二季度化工产品价格将面临回调风险。一季度化工产品销量增加和价格冲高都是非正常的, 油价自上而下的传导目前已经失去了意义, 下游并没有表现出真实的需求, 因此二季度的下游采购量比一季度会大大降低, 再加上化工企业开工率上升, 供给增加, 二季度又将会出现供大于求的局面。
- 大宗产品或将面临二次去库存化过程, 氯碱化工和煤化工短期风险很大。
- 精细化发展领域短期遭受双重压力, 但长期仍将最先收益于政策支持、内需拉动和消费升级。短期内, 因上游大宗产品价格上涨, 而下游需求将低迷, 预计处于中游的精细化工领域成本向下传导受阻, 将会受到双重压力; 而与消费紧密相关精细化发展领域产品价格虽然也会出现回调, 但回调幅度不会太大。6 月份以后, 随着政策支持和内需拉动效果的逐步显现, 首先受益的将是与满足内需和消费升级紧密相关的精细化发展领域。
- 石化振兴细则有望年中出台, 新材料和农药等精细化发展领域的支持政策将浮现。
- 在回调中我们建议主要投资“满足内需和消费升级”的精细化发展领域。预计 4 月-5 月份, 整体产品价格将会出现逐步回调现象, 此时化工板块应该逐步向下表现, 回调中我们建议关注新型农药、新材料和染料等精细化工领域, 以及需要大量进口的钾盐和锂盐领域。主要推荐蓝星新材、沙隆达、金发科技、红宝丽、浙江龙盛和中信国安等, 回调后可积极介入, 并可较长时间持有。
- 磷肥企业存在交易性投资机会。由于国家或将对化肥出口实行出口配额制, 那么磷肥龙头企业将会收益, 湖北宜化和六国化工将有阶段性交易机会。
- 在二季度资产重组也将会成为重要的投资主题。主要推荐蓝星新材和川化股份。

股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
600299	蓝星新材	0.83	-0.27	0.60	1.89	15.84	--	21.92	6.96	推荐
000553	沙隆达 A	0.05	0.28	0.40	0.57	160.4	28.64	20.05	14.07	推荐
600143	金发科技	0.29	0.18	0.46	0.55	27.55	44.39	17.37	14.53	推荐
002165	红宝丽	0.50	0.60	1.02	1.26	35.60	29.67	17.45	14.13	推荐
600486	扬农化工	0.79	1.70	1.81	2.97	41.01	19.06	17.90	10.91	推荐
002251	诺普信	0.40	0.58	0.82	1.05	51.58	35.57	25.16	19.65	推荐
600596	新安股份	1.72	5.68	2.97	4.15	22.98	6.96	13.31	9.53	推荐
600352	浙江龙盛	0.59	0.73	0.75	0.90	21.95	17.74	17.27	14.39	推荐
000839	中信国安	0.42	0.20	0.35	0.50	29.21	61.35	35.06	24.54	中性
002098	兴化股份									推荐
		0.25	0.46	0.51	0.68	34.08	18.52	16.71	12.53	

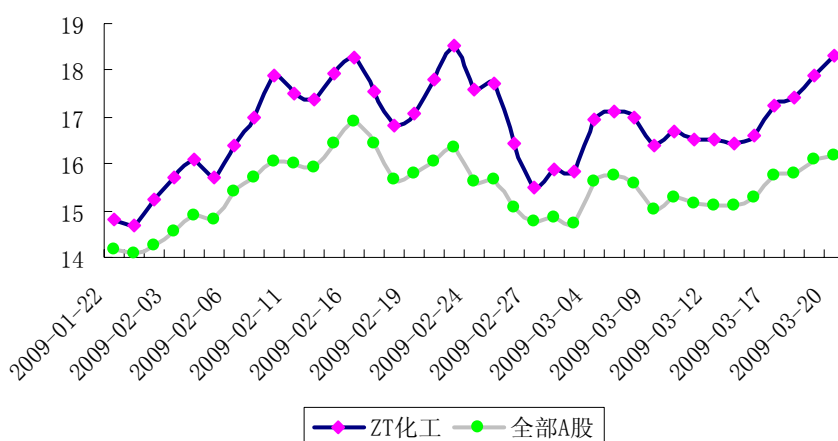
目 录

1、近期化工板块估值水平突破前期高点	3
2、近期油价冲高带动部分化工产品价格上涨	3
3、而农化产品却冲高受阻，回调压力较大	5
4、二季度化工产品价格将面临回调风险	7
5、期待细策出台，精细化工支持政策将浮现	8
6、精细化发展领域将收益下游行业振兴	9
7、资产重组将成为重要投资主题	9
8、投资策略	10
9、重点公司分析	10
9.1 蓝星新材：承载国家理想，欲厚积薄发	10
9.2 沙隆达：历经多年蜕变，又将显龙头气势	11
9.3 金发科技：基本面向好，强者更强	12
表 1 精细化发展领域预期政策细则情况一览	8
表 2 国家大力推动下游产业增长，精细化工领域将首先受益	9
表 3 各子行业投资聚焦分析表	14
表 4 重点公司盈利预测和投资评级调整	14
表 5 精细化工领域和重消耗大宗产品领域 09 年行业表现分析	15
图 1 近期化工板块和全部 A 股的市盈率（整体）变化趋势	3
图 2 原油价格持续走强，创出今年新高	3
图 3 HDPE(注塑)和 PVC（乙炔法）近期价格走势	4
图 4 甲醇和二甲醚价格近期价格走势	4
图 5 有机硅（DMC）和 MDI 价格近期价格走势	5
图 6 尿素和磷肥（二胺）近期价格走势	6
图 7 国内钾肥和草甘膦近期价格走势	6
图 8 多因素造成一季度产品价格和销量不正常，二季度将会大幅调整	7
图 9 石油价格波动对下游领域影响逐渐减小	15
图 10 化工行业的上下游领域关系框架图	15

1、近期化工板块估值水平突破前期高点

化工板块经过2月底的较大幅度回调，在产品价格持续反弹、企业开工率上升和对一季报业绩转好的期待下，3月份又走出一波行情，板块的估值水平持续攀升，目前化工板块市盈率（整体）已经突破前期高点达到18.3倍，反弹幅度远远高于A股整体水平，完全符合我们对3月份进行策略分析的预期。

图1 近期化工板块和全部A股的市盈率（整体）变化趋势

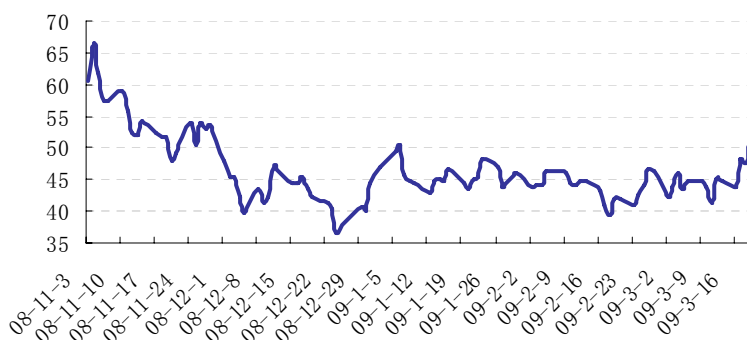


资料来源：中投证券研究所

2、近期油价冲高带动部分化工产品价格上涨

原油价格迎来新一轮上涨行情。在美元进入阶段性贬值预期的影响下，以美元计价的国际石油商品期货，迎来了新一轮的上涨行情。3月20号原油价格创出今年新高，纽约市场油价当天大幅飙升7%，至51美元上方，盘中还一度升至52.25美元，创下今年以来最高盘中和收盘价。

图2 原油价格持续走强，创出今年新高



资料来源：中投证券研究所

石化产品和甲醇、二甲醚和氯碱等煤化工产品价格回调后出现反弹现象。

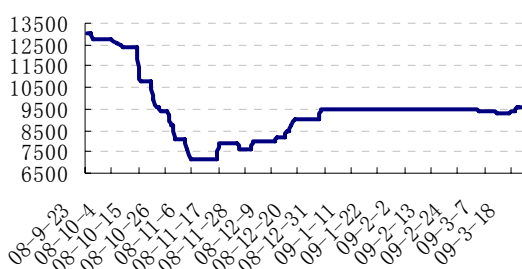
高密度聚乙烯塑料（HDPE）价格在 08 年底大幅上升后，一直处于稳定状态，3 月中旬出现小幅回调，而在上周由 9300 元/吨，迅速上涨 300 元至 9600 元/吨。上周煤化工产品 PVC、甲醇和二甲醚价格在前期回落的情况下，都有反弹行情出现，其中 PVC 和二甲醚的反弹幅度都在 8% 左右，而甲醇由于进口的压力，也出现 4% 的涨幅。

化工新材料产品价格却涨跌互现。有机硅价格随着甲醇价格的攀升而向上扬，从最低的 08 年底最低的 18500 元/吨上涨到 20500 元/吨，而 MDI 却没有因为上游原料价格上涨的推动而上涨，还出现了近 200 元价格回调。

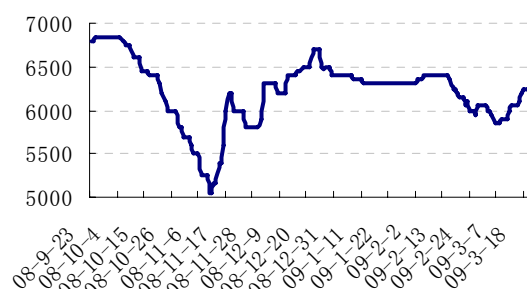
化工产品价格上涨为非需求拉动，长期来看需求应该是价格表现的根本。前期 PVC、甲醇和二甲醚等大宗化工产品价格回落是需求减缓的表现，而目前的价格上涨纯属油价对这些产品价格的拔苗助长，已经完全失去了需求的根基。MDI 价格由于下游产业的需求低迷，价格没有被油价拔升，反而出现了下调现象，因此需求应该是价格表现的根本。

图 3 HDPE(注塑)和 PVC（乙炔法）近期价格走势

HDPE(注塑)在微幅回调后又向上反弹



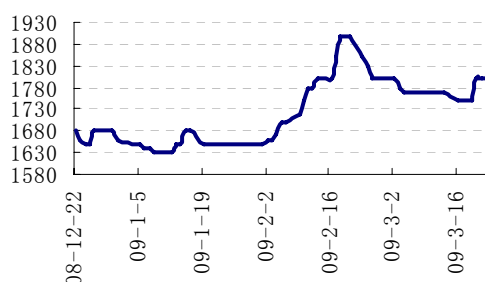
PVC（乙炔法）回调后较大幅度反弹



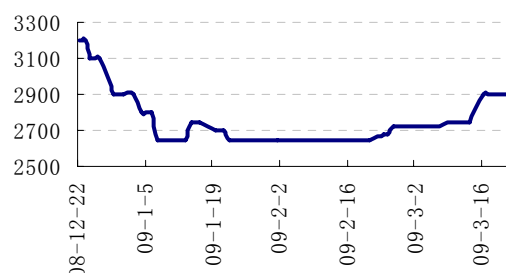
资料来源：化工在线、中投证券研究所

图 4 甲醇和二甲醚价格近期价格走势

甲醇价格在回调后又出现反弹行情



二甲醚价格在持续低迷后快速上扬

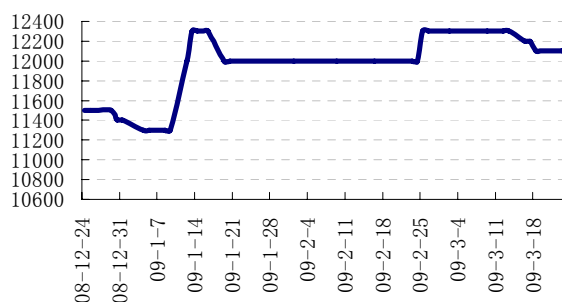
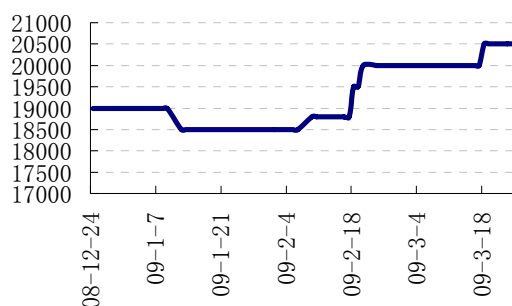


资料来源：化工在线、中投证券研究所

图 5 有机硅（DMC）和 MDI 价格近期价格走势

有机硅（DMC）价格仍处在上涨通道

MDI 价格在上涨后出现回调



资料来源：化工在线、中投证券研究所

3、而农化产品却冲高受阻，回调压力较大

尿素价格并没有因石油价格的上涨而向上反弹，走入回调趋稳行情。前期国内尿素价格在冲高后进行了回调，近期整体市场在稳定的基础上仍出现小幅调整。目前山东地区主流报价在 1850-1880 元/吨，但市场表现仍一般；湖南地区近日早稻即将开始插秧用肥，有一定尿素需求，所以支撑地销价格保持稳定，而湖北及两广地区尿素价格受前期山东地区价格下滑影响还在继续回落，下滑幅度大约在 50 元/吨左右。国际市场上尿素价格也有所下滑，目前黑海、波罗地海低端离岸价再次逼近 250 美元/吨。从各方反映出的情况看，4 月份即使出口关税下调至 10%，但考虑到国际尿素市场的低迷，10%的关税下出口形势并不乐观。

目前国内磷铵市场总体保持稳定，小幅下调，而国际市场可望坚挺。近期国内磷铵市场总体保持稳定态势，销售良好，企业满负荷生产，正常接单。单价格方面，二铵价格较前几天出现了一些下调，目前 64%磷酸二铵到站价在 2900—3000 元/吨左右，出厂价在 2700—2800 元/吨。由于近期运输情况好转，在受到淡储肥料的投放影响，部分地区缺货的情况得到改善，整体价格有向下的趋势，二季度看磷肥价格必将下行，主要因为按照目前的原料成本来看，基本在 2000 元/吨左右，缺乏成本支撑。而国际磷肥价格处于上涨趋势，长远来看将会紧俏，有望保持在人民币 2800-3000 元/吨左右。

国内外氯化钾市场转为平静，价格有所回调，成交量下降。近期国内氯化钾市场较为平静，中化和盐湖钾肥分别出台氯化钾报价，但由于价格较高，难以促进市场成交，盐湖钾肥报出了国产氯化钾 4200 元/吨的出厂报价，但由于价格较高，基本无人接单。中农在上周末将各品种氯化钾价格下调了 100 元/吨，进口红钾报价 4200 元/吨，进口白钾报价约在 4400 元/吨，而长三角地

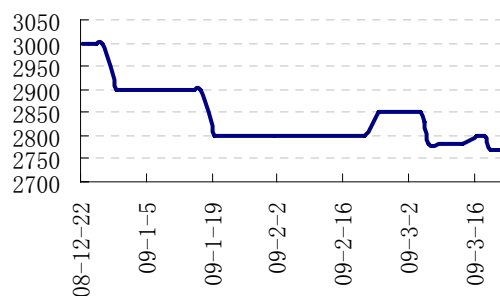
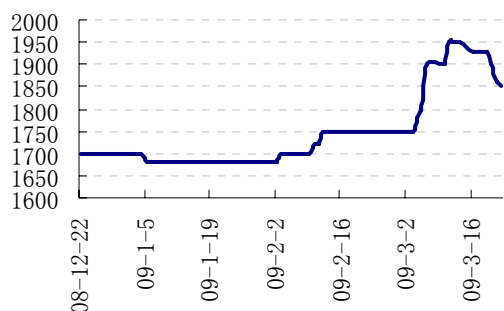
区的钾肥价格已下调到 4100 元/吨。虽然近期复合肥企业开工率大幅提升，但对氯化钾的需求仍然不高，多数企业以生产低钾复合肥为主，这使得貌似刚刚启动的钾肥市场，又很快进入淡季。国际方面，加拿大最大的钾肥公司宣布进一步减产 150 万吨，迄今为止，该公司已经减产达 350 万吨，国际供应商期待减产之后，能够有效降低世界主要钾肥需求市场库存，并对下半年的钾肥市场较为看好。但俄罗斯对出口到巴西的钾肥降价 25% 已表现出钾肥价格出现松动的信号。目前国际国内化肥市场交易情况仍显冷淡，中国进口钾肥谈判至今未果，从中国的角度来看，钾肥库存较高只是市场低迷的原因之一，需求不旺才是市场低迷的根本。

草甘膦上涨无力，有见顶迹象。近期价格大幅上涨，主要是下游采购商集中拿货，去年的库存已经接近消化完毕，再就是原材料黄磷和甘氨酸价格上涨。甘氨酸的价格由 10000 元/吨上涨至 12000 元/吨。但上周草甘膦价格有所回落，长三角地区价格跌破 29000 元/吨，主要是因为生产企业的开工率上升，市场供给充足，下游采购商补货基本完成。

图 6 尿素和磷肥（二胺）近期价格走势

尿素价格冲高后稳定两周后回落

磷肥（二胺）价格回调后小幅上扬，基本稳定

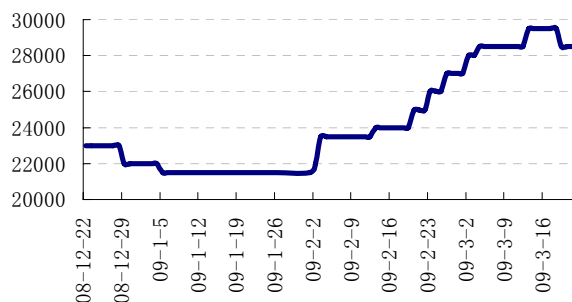
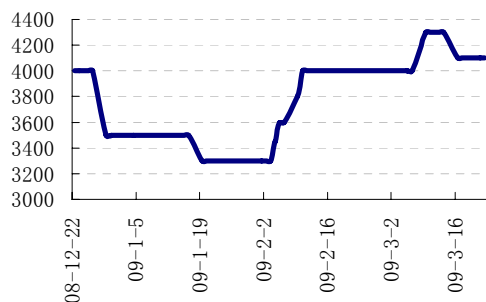


资料来源：化工在线、中投证券研究所

图 7 国内钾肥和草甘膦近期价格走势

国内钾肥价格冲高无力，迅速回落

草甘膦价格见顶，有回调压力



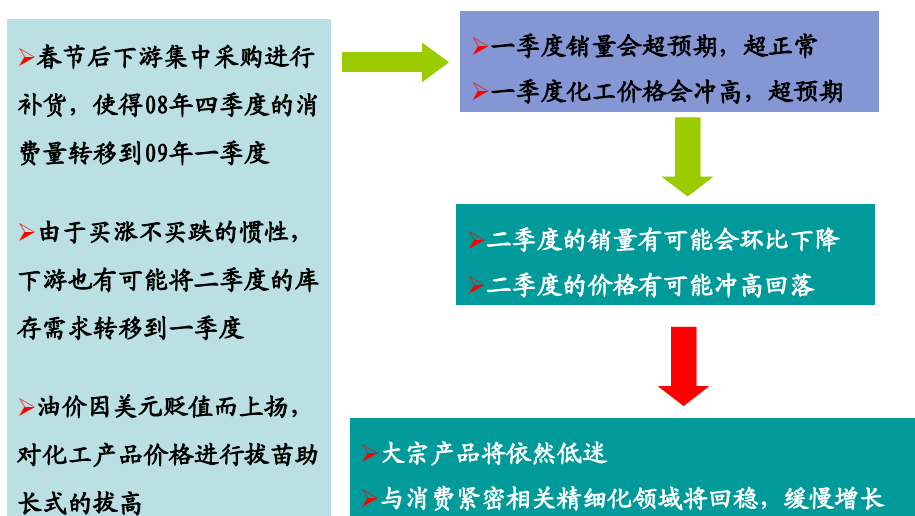
资料来源：化工在线、中投证券研究所

4、二季度化工产品价格将面临回调风险

自上而下价格传导目前已经失去了意义。在 08 年上半年化工产品价格追随油价演绎飞天行情，是因为当时的需求旺盛的支撑。而目前的经济形势已经与当时 08 年上半年完全不同，经济需求低迷，化工产品价格不会再长期飞扬。

目前价格还在上涨通道的化工产品价格二季度仍会出现大幅回落现象。一季度化工企业产品销量大增，产品价格强势反弹，其背后有深层逻辑支撑，一方面是由于我国经济对化工产品的需求虽然可能下降，但并没有如大家预期的那么低迷；另一方面更重要的是春节后下游集中采购，进行补货，使得 08 年四季度的消费量转移到 09 年一季度；第三方面，由于买涨不买跌的采购惯式，下游还很有可能将二季度的需求提前进行采购。这使得一季度化工产品价格是超预期，超正常的，也使得一季度化工产品价格的冲高，也是会超预期的。并且石油价格的上涨扩大和拔高了化工价格上涨的行情。虽然国家内需拉动政策连续出台，但政策仍有滞后性，下游并没有表现出真实的需求，因此二季度的下游采购量比一季度会大大降低，再加上化工企业开工率上升，供给增加，二季度又将会出现供大于求的局面，因此产品价格仍会出现回落的风险。

图 8 多因素造成一季度产品价格和销量不正常，二季度将会大幅调整



资料来源：中投证券研究所

大宗产品或将面临痛苦的二次去库存化过程。氯碱、纯碱和甲醇等产能过剩大宗化工产品价格在前已经出现回调，但美元贬值预期，导致石油价格上升，从而带动大宗化工产品价格上扬，但是社会经济这并没有表现出真正的需求，在生产企业开工率进一步恢复的情况下，甲醇、二甲醚和聚氯乙烯等产品的供大于求矛盾又将会得到激化，这些产品在二季度还将面临去库存的过程，产品价格的回调过程仍将是一个让行业痛苦的过程。

精细化发展领域短期遭受双重压力，产品价格回调后将会回稳上扬。短期

内，因上游大宗产品价格上涨，而下游需求将低迷，预计处于中游的精细化工领域成本向下传导受阻，将会受到双重压力；与消费紧密相关精细化发展领域产品价格虽然也会出现回调，但回调幅度不会太大。到二季度后期，随着政策支持和内需拉动效果的逐步显现，首先受益的将是与消费紧密相关的产品领域。精细化发展领域产品价格回调后将会回稳，缓慢增长。

5、期待细策出台，精细化工支持政策将浮现

2 月份我国石化振兴规划的政策纲要出炉，但至今尚未发布的石化产业调整振兴规划细则，这始终是业界关注的焦点，有专家预计年中有望出台。

在纲要中有关化肥和煤化工等大宗产品领域的政策较为明了，并且涉及具体项目，相关板块和企业的股价已经有所表现。而农药和新材料等精细化工领域的振兴政策仍然十分模糊，我们认为政府对精细化工的支持一定在细则中得以体现，有关相关振兴政策依然值得期待。

根据中国石油和化学工业协会副秘书长冯世良介绍，实施细则的指导思想是，**加快政策调控力度，及时化解当前油品、化肥阶段性工序失衡和经营亏损等突出矛盾，着力解决化肥成本偏高、油品质量偏低、高端石化产品供不应求等结构性问题，逐步实现由大到强的转变。**其中高端石化产品供不应求等结构性问题是政府要把引导和扶持精细化工品列为产业振兴规划的又一个重点内容，希望借这个机会让精细化工产业上一个台阶，填补空白并摆脱进口依赖。而这一步也将带动整个石化产业实现升级。

表 1 精细化发展领域预期政策细则情况一览

领域	目前行业状况		预期政策振兴措施	出台可能性	受益企业
农药	传统农药严重过剩、新型农药供不应求		彻底淘汰高毒农药，提高农药进入门槛，鼓励新型农药，加强市场监管，摆脱业内恶性竞争，推动农业种植模式向集约化转变，培育大型农药集团，再次提高出口退税	很大	沙隆达、扬农化工、利尔化学、诺普信
化工新材料	需要大量进口，国内生产技术刚刚起步，规模较小，仅有 MDI 和低档环氧树脂产能较大		加大项目战略投资，快速实现技术成果产业化和规模化，替代进口产品，实施反倾销措施保护国内企业，扩大 MDI 应用领域，提高环氧树脂产品档次	很大	蓝星新材、新安股份、烟台万华、金发科技
磷化工	传统磷化工产品严重过剩，高端精细磷化工产品需大量进口		加大力度支持磷化工的精细化发展，培育大型一体化精细磷化工生产基地、出口退税	较大	兴发集团、澄星股份
纺织化学品	分散染料具有全球垄断地位，高端助剂需要大量进口，中低端助剂市场竞争激烈		染料出口退税调整，鼓励研发高端助剂	较大	浙江龙盛、德美化工
卤矿深加工	钾盐	钾肥进口依赖型很强	国家指导科学施肥，加大农民钾肥消费量，但国家不希望钾肥价格过高	较大	冠农股份、中信国安
	锂盐	锂盐国内产能有限，大量依赖进口	加大锂盐开发力度，从技术和资金上给予支持	较大	中信国安、西藏矿业

资料来源：中投证券研究所

6、精细化发展领域将收益下游行业振兴

由于化工行业尤其是精细化工领域，与下游消费领域紧密相关，因此下游一些产业振兴和需求上升，将对某些子领域产生直接的拉动。

表 2 国家大力推动下游产业增长，精细化工领域将首先受益

下游产业	部分内容	国家目的	受益子领域	受益企业
轻工业	国家将继续提高家电及照明、家具、皮革、五金等轻工 631 项商品的出口退税率，继续推动家电下乡	稳定就业	化工新材料	蓝星新材、新安股份、金发科技、红宝丽
服装纺织	要“统筹国际国内两个市场”，“积极扩大国内消费”，“拓展多元化出口市场，稳定国际市场份额”，再次提高出口退税	稳定就业	染料	浙江龙盛
汽车	2009 年汽车产销量力争超过 1000 万辆，三年平均增长率达到 10%，轻型化和自主品牌化为主要趋势。支持新能源汽车和轻型轿车，三年内生产 50 万辆纯电动和混合动力汽车的目标，	拉动内需	化工新材料	金发科技、中信国安
电子信息	六大重点工程：集成电路、平板产业升级和彩电工业转型、新一代移动通信（TD-SCDMA）产业完善、数字电视推广、计算机和下一代互联网	拉动内需、经济结构升级	化工新材料	蓝星新材、金发科技、澄星股份、云天化
农业	增加粮食产量，提高粮收购价格，降低农资成本，完善农资监管体系，完善农村技术服务体系	增加农民收入	农药、钾肥	沙隆达、诺普信、利尔化学、江山股份、冠农股份
房地产	预计将大力建设经济适用和廉租房，扩大房屋供给	拉动内需	化工新材料、氯碱行业	蓝星新材、新安股份（英力特、中泰化学等 PVC 企业受益不大）
交通运输	加快铁路建设，08 年中国铁路投资在 3300 亿左右，09 年则规划有 7000 亿左右，增加 112%左右	拉动内需	民爆行业	久联发展、南岭民爆和兴化股份

资料来源：中投证券研究所

7、资产重组将成为重要投资主题

从企业战略上，目前是企业并购重组的最佳时机。在 2007 年和 2008 年的流动性过剩与通胀是大背景下，粗放经营的资源类企业的盈利和股市行情在某种意义上得到了放大。而在目前的经济危机氛围中，资源不在成为企业的核心优势，行业洗牌、产业结构调整升级不可避免，具有产业优势的企业将会抓住时机进行资产注入与重组，完善自身的产业链，提高自身的竞争能力。

从国家政策上，资产注入、并购重组也具备实质性条件。在国家规划上，2010 年是央企重组的最后年限，未来剩下的时间只有两年左右，如果现在不启动，国资委是很难完成任务。央企是我国经济的重要组成部分，如果这些企业没有产业结构的调整与产业升级，就意味着我国的产业结构仍然没有得到实质性的进展。地方性大型国有企业也会在国家政策指导下，进行积极的重组。

重点关注有资产重组和集团整体上市的公司，比如蓝星新材、川化股份等。

8、投资策略

依然延续 09 年投资策略，我们目前应该优先选择以“满足内需和消费升级”为主题的精细化发展相关领域。

氯碱化工和煤化工等大宗产品，将面临二次去库存压力，短期风险很大。英力特、中泰化学、山西三维、远兴能源等企业 09 缺乏业绩支撑，目前估值水平较高，风险随时存在。

在回调中我们建议主要投资“满足内需和消费升级”的精细化发展领域。预计 4 月-5 月份，整体产品价格将会出现逐步回调现象，此时化工板块应该逐步向下表现，回调中我们建议关注新型农药、新材料和染料等精细化工领域，以及需要大量进口的钾盐和锂盐领域。主要推荐蓝星新材、沙隆达、金发科技、红宝丽、浙江龙盛和中信国安等，回调后可积极介入，并可较长时间持有。

磷肥二季度或将有交易性的机会。由于国家或将针对化肥出口实行出口配额制，尿素企业盈利仍不会乐观，那么磷肥龙头企业，将首先收益。湖北宜化和六国化工等磷肥企业有阶段性交易机会。

在二季度资产重组将会成为重要的投资主题。主要推荐蓝星新材和川化股份。二者资产重组确定，集团有实现整体上市的明确目的。

预计六月份将会出现新的行情。内需拉动效果将会逐步显现，精细化发展领域领域与消费紧密相连，将首先受益。并且国家新一轮经济刺激预案已经制定，预计将会在二季度指标出台后，开始启动。随着内需拉动和政策作用的进一步体现，新型农药和新材料等精细化发展领域仍将会成为 09 年后半场主角。

9、重点公司分析

9.1 蓝星新材：承载国家理想，欲厚积薄发

化工新材料龙头，承载国家理想。公司囊括了我国化工新材料许多技术成

果和工业化产品，是国内最大的有机硅、特种环氧树脂和高端工程塑料生产企业。其发展状况决定了我国化工新材料的发展布局，代表了我国化工新材料的发展方向，承载着中国高端化工新材料实现大批量国产化的长期理想。

化工新材料多为进口替代型，仍将实现高成长。长期以来，我国化工新材料工业一直受到国外的技术封锁，国内所需化工新材料产品大部分通过进口来解决，我国化工新材料还处于技术导向下的高成长阶段，宏观经济对其影响要小于一般化工产品，具有很强的抗周期性。

成本压力等因素改善，业绩将会有所恢复。08年上半年原料成本高企，以及四季度的高成本库存和超低价销售，是导致公司亏损的主要原因。08年所有导致公司困境的因素都将在09年有所改善。尤其原料价格大幅下跌50%左右，而公司新材料产品价格波动仅有15%左右，公司毛利率会很快提高，业绩将会很快恢复。

09年将有多个项目投产，产能急剧扩张。天津有机硅4万吨下游项目将与09年中期建成，预计09年能够生产1万吨左右的高质量有机硅下游产品；南通9万吨/年双酚A和5万吨/年电子级环氧树脂已经建成，预计在09年中期实现大批量投产；第二套6万吨/年的PBT装置已于08年投产，但大批量产品生产也将会延迟到09年中期，下游改性工程塑料将会达到5万吨左右；PPE项目已基本完工，09年产能达到1万吨/年；氯丁橡胶产能也有望从原来2.5万吨/年扩大到5.5万吨/年；工业硅项目也已基本完工，将于09年10月份投产。

公司09年基本面向好，亮点互现。公司有机硅业务09年将步入发展的良好时期，电子级环氧树脂批量投产也将会在09年带来丰厚利润，工程塑料领域产能扩张将具更强盈利能力。集团整体上市启动，国外有机硅、POM等优质资产注入确定。

维持“推荐”投资评级。经我们保守预测公司08-10年的EPS分别为-0.21元、0.60元和1.89元。由于公司具有很强的成长性，10年每股收益将会大幅增长200%；再由于蓝星新材承载着国家理想，国家必将会有强有力的政策支持；且集团的优质资产注入确定，加上国外资金和国外技术，公司内外兼修，基础雄厚，故我们给予公司09年25倍PE，6-12个月目标价为15元，依然维持推荐评级。

9.2 沙隆达:历经多年蜕变，又将显龙头气势

08年实现超预期增长。08年完成总营业收入20多亿元，增长30%以上，税前利润大概有2亿多元，增长约450%，公司盈利能力得到大幅提高。

08年草甘膦并没有实现盈利，预计09年将会有一定贡献。因为08年公司草甘膦产量小，投产时机也不太好，再由于高价库存原料和产品，草甘膦对公

司几乎没有贡献利润。随着行业进一步洗牌,预计该业务 09 年将会贡献一定利润。

吡啶和精胺两条新型农药产品链成为公司增长动力。公司计划建立吡啶生产项目,预计 09 年底达产,完善吡啶—百草枯产品链,大力发展吡啶类新型农药,生产成本将降低三分之二左右,极具竞争优势和盈利能力。精胺—乙酰甲胺磷产品链也具备很强竞争能力,乙酰甲胺磷价格便宜,效果良好,是替代甲胺磷首选。

公司还拥有其他优势品种和新型农药品种储备。敌敌畏作为公司传统拳头产品保障公司稳定收益。公司还能够生产吡虫啉,产能为 400 吨/年,此外公司还具有毒死蜱、菊酯和三唑磷等新型农药的生产许可证和相关技术。

公司今年销售比较乐观。公司市场优势突出,还将加大销售力度。由于天气冬暖春旱易闹虫害等原因,再加上国家支农政策支持,09 年农药行业将会出现较好行情。

具有独特平台优势,或将受益振兴规划。中农化的入主使得沙隆达未来的发展具有了强有力的后盾和发展支持。沙隆达很有可能会得到国家和中农化在资金上的大力支持,以淘汰传统高毒农药,加快企业新型农药规划项目的实施和建设。

公司历经多年蜕变,将健康前行。自 06 年中国化工集团正式入主以来,整体面貌有了很大改变,尤其是 08 年公司实现突飞猛进的发展,至今公司已完成多个转变,并逐渐甩掉不良资产和沉重的包袱,今后将健康前行。

维持“推荐”投资评级。我们预测沙隆达 08-10 年的 EPS 分别为 0.28 元、0.40 元和 0.61 元,因公司要上马吡啶项目,将更具竞争能力和盈利能力,10 年还将实现大幅增长,且目前农药板块市盈率(中值)为 25.24 倍,故也给予公司 09 年 25 倍 PE,6-12 个月目标价为 10.0 元。并且公司地位特殊,或将受益产业振兴规划,故维持“推荐”投资评级。

9.3 金发科技:基本面向好,强者更强

内部结构调整完毕,加强销售和技术导向。内部调整已成为公司发展道路上的内在需求,新任公司总经理为原来的销售总经理,公司高层对 09 年完成产品销量 20%的增长很有信心。在技术方面,企业仍将以不断提高技术含量为发展目标,也调整了技术部门的组织框架。

特殊成本构成,会使 09 年有较大利润空间。产品成本构成中,原料成本占 90%左右,这种构成在原料价格处于稳步上涨通道时,会使产品毛利空间加速拉大。

众多业务领域出现增长亮点。目前家电下乡的拉动，对产品的需求已经有所表现；一季度汽车销量好转，为汽车用 PP 销售带来较大想象空间，目前公司汽车市场占有率仅为 10% 左右，还有很大空间；西气东输肯定会使得特种防腐塑料领域大幅收益；玻璃珠溯源材料也可能会成为公司新的利润增长点。

公司在国内的市场占有率肯定会不断提高。首先是公司替代进口产品的成本优势明显；其次是行业洗牌，弱者淘汰，强者更强。

核心竞争力使得金发具有一定议价能力。技术领先和规模化生产使得金发具有较强的核心竞争力，下游生产商一旦采用金发的改性塑料产品，不会轻易更换供货商，金发和下游的企业关系很是密切，这使得金发具有一定的议价能力。

公司 08 年的折损计提可能低于预期。目前，高成本原料库存都已经消耗完毕，08 年底估计会计提 1.25 亿左右的原料库存折损。房地产计提还没有确定的结论，如果按照大型房地产企业的做法，地皮动工后才进行计提，那么金发的房地产业务折损计提也仅有 800-1000 万左右。

已渡过最艰难期，开工率有较大幅度提高。公司的开工率有明显上升，上海汽车用塑料生产的开工率已经恢复正常，广州地区已经恢复到 75% 左右的水平。由于生产工艺的独特性，改性塑料的生产企业开工率一般都不高，在消费旺季时，金发的开工率也仅达到 80% 以上，所以目前开工率已经得到较大幅度提高。

维持推荐评级。我们预测 09 年和 10 年每股收益分别为 0.46 元和 0.55 元的盈利预测，给予 20 倍市盈率，6-12 月目标价格为 9.12 元，维持推荐评级。

表 3 各子行业投资聚焦分析表

公司	子行业	价格上涨原因	价格回落时间	产品均价同比	预计全年销量	毛利率同比变化	预计企业盈利同比	投资评级	二季度重点推荐公司
重消耗大宗产品领域	纯碱	油价上涨	四月中	降低多	减少	减小	减少	回避	
	氯碱	油价上涨	四月中	降低30%	减少	减小	减少	回避	
	甲醇	油价上涨	四月中	降低60%	减少	减小	减少	回避	
	氮磷肥	消费旺季	目前	降低15%	减少	减小	减少	中性	川化股份
精细化发展领域	钾盐	消费旺季	目前		增多	减小	增多	看好	冠农股份
	锂盐	下游拉动	未知	上涨	增多	增大	增多	看好	中信国安西藏矿业
	民爆上游	消费旺季	四月底	下降15%	增多	减少	增多	谨慎看好	兴化股份
	新型农药	消费旺季, 补库存	四月底	下降15%	增多	增大	增多	看好	沙隆达 A、扬农化工、诺普信
	化工新材料	补库存	四月底	下降15%	增多	增大	增多	看好	蓝星新材、金发科技、新安股份、红宝丽
	精细磷化工	补库存	四月底	下降16%	持平	增大	增多	谨慎看好	
	纺织化学品	补库存	四月初	下降17%	持平	持平	持平	中性	浙江龙盛

资料来源：中投证券研究所

表 4 重点公司盈利预测和投资评级调整

股票代码	重点公司	07 EPS	08 EPS	09 EPS	10 EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	最新股价	投资评级	变化
600299	蓝星新材	0.83	-0.27	0.60	1.89	15.84	--	21.92	6.96	13.15	推荐	维持
000553	沙隆达 A	0.05	0.28	0.40	0.57	160.4	28.64	20.05	14.07	8.02	推荐	维持
600143	金发科技	0.29	0.18	0.46	0.55	27.55	44.39	17.37	14.53	7.99	推荐	维持
002165	红宝丽	0.50	0.60	1.02	1.26	35.60	29.67	17.45	14.13	17.80	推荐	维持
600486	扬农化工	0.79	1.70	1.81	2.97	41.01	19.06	17.90	10.91	32.40	推荐	维持
002251	诺普信	0.40	0.58	0.82	1.05	51.58	35.57	25.16	19.65	20.63	推荐	维持
600596	新安股份	1.72	5.68	2.97	4.15	22.98	6.96	13.31	9.53	39.53	推荐	维持
600352	浙江龙盛	0.59	0.73	0.75	0.90	21.95	17.74	17.27	14.39	12.95	推荐	谨慎
000839	中信国安	0.42	0.20	0.35	0.50	29.21	61.35	35.06	24.54	12.27	中性	谨慎
002098	兴化股份	0.25	0.46	0.51	0.68	34.08	18.52	16.71	12.53	8.52	推荐	维持
600251	冠农股份	0.06	0.23	3.35	4.46	646.7	168.7	11.58	8.70	38.80	推荐	维持
000422	湖北宜化	0.72	0.80	0.82	1.29	18.75	16.88	16.46	10.47	13.50	推荐	谨慎
600315	上海家化	0.63	0.90	1.21	1.52	47.24	33.07	24.60	19.58	29.76	推荐	维持
000155	川化股份	0.29	0.29	0.32	0.38	25.55	25.55	23.16	19.50	7.41	推荐	首次

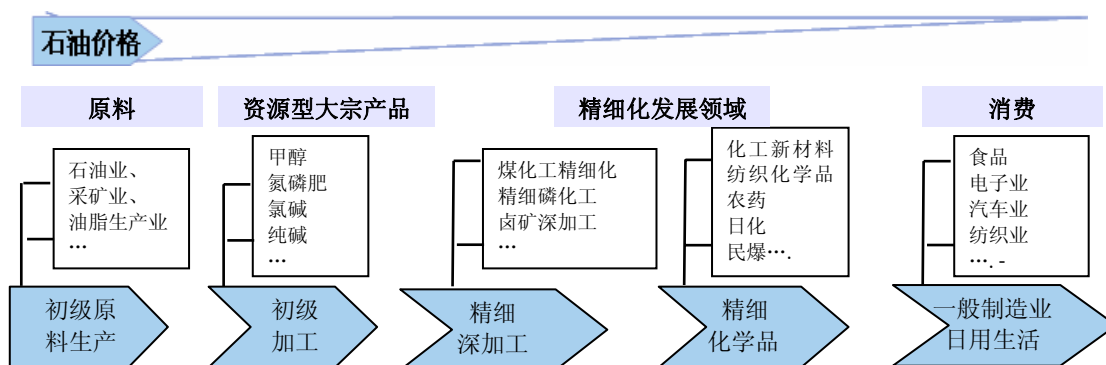
资料来源：中投证券研究所

表 5 精细化工领域和重消耗大宗产品领域 09 年行业表现分析

基础化工行业	新增需求	价格趋势	成本趋势	毛利趋势	费用趋势	库存趋势	资本支出趋势	产业集中度趋势
精细化工领域	增长 10% 左右	跌幅 10%-25%	大幅下降	大幅增加	维持	减少	大幅增加	不太明显
重消耗大宗产品领域	萎缩 30% 左右	跌幅 40%-50%	小幅下降	大幅下降	维持	大幅减少	大幅降低	很明显

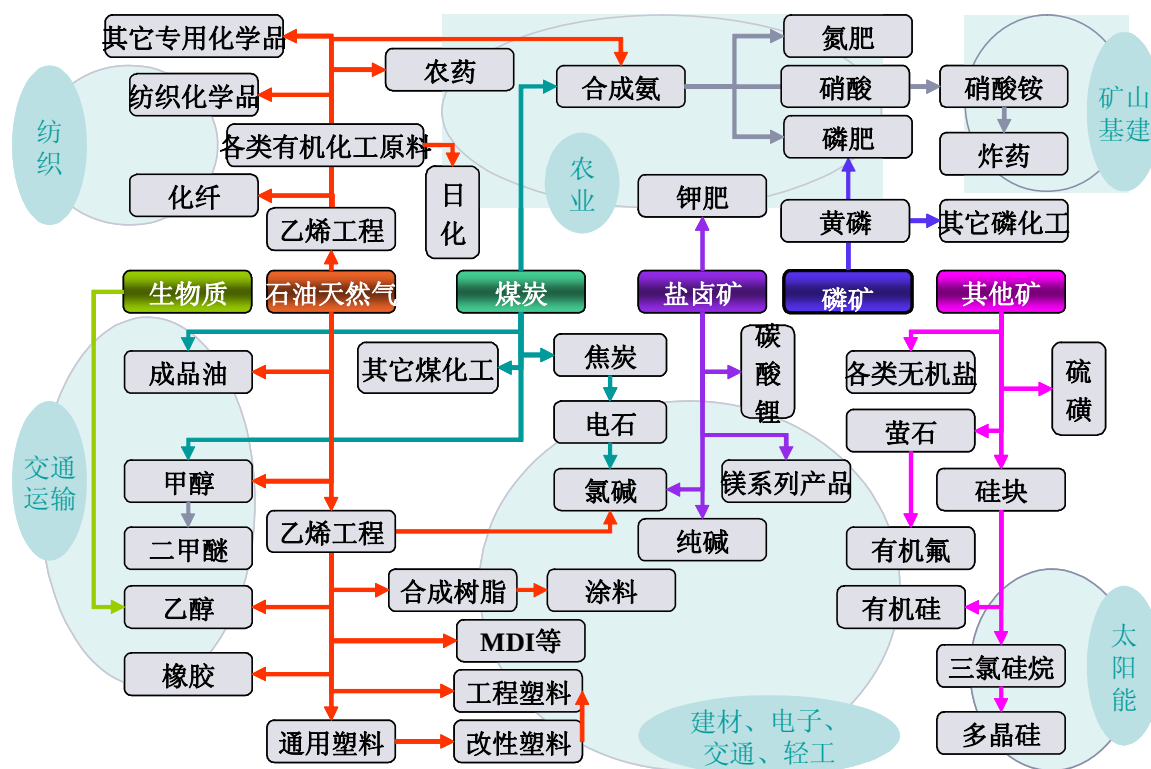
资料来源：中投证券研究所

图 9 石油价格波动对下游领域影响逐渐减小



资料来源：中投证券研究所

图 10 化工行业的上下游领域关系框架图



资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 3 年战略咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 沙隆达、新安股份、蓝星新材、金发科技、红宝丽、浙江龙盛、杨农化工、诺普信、兴化股份、建峰化工、湖北宜化、威远生化、利尔化学、川化股份、四川美丰、上海家化、冠农股份、中信国安等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434