

石油与化工行业 2009 年第二季度投资策略

化工行业开工率逐步回升 化肥行业春暖花开

曹新 化工行业 首席研究员 吕丙凤 化工行业研究助理
电话: 021-68818805 020-87555888-698
eMail: cx2@gf.com.cn lbf2@gf.com.cn

原油价格见底回升 推高石化产品价格

近期,国际油价呈现探底回升走势。我们认为,今年原油价格已经探底成功,未来价格将呈现震荡走高态势,但力度将受到基本面影响。受油价推动,石化产品价格纷纷上涨,其中表现最突出的是苯乙烯。尽管近期石化产品价格有所上涨,但主要石化产品价差并没有扩大,有的甚至有所缩小,行业景气度依然低位运行。

化肥行业春暖花开

春节过后,随着春耕季节的逐步来临,化肥价格出现季节性反弹,其中尿素价格反弹力度最大。尿素方面,近期经销商备肥已基本结束,后市价格上涨空间较小。磷肥方面,受原材料走低与国际需求不振双重影响,我们认为在高价库存消化完之后,磷肥价格走低的可能性非常大。钾肥方面,国内价格稳定,国际价格下跌。用肥大国巴西第二季度的合同价下降 25%至 750 美元/吨,大致可以作为第二季度国际市场钾肥价格走势的参考。

行业开工率上升 价格小幅反弹

近期,原油价格企稳反弹,化工产品价格也开始见底反弹,但这种反弹的主要动力还是来自于成本推动加投机炒作,下游需求并没有完全好转。在这种背景下,国内化工企业近期开工率有所上升,好的已经达到了八成左右。

本期投资策略: 关注业绩弹性好的公司

原油价格的反弹给市场带来了美好预期,我们认为现阶段可关注三个方面:一是景气度较高的农化股;二是价差在扩大、需求在上升的化工股,这类股很少;三是关注对油价弹性较高的替代能源股和非石油路线的化工股。

中国石化受益于炼油业务盈利提升,预计 2009 年一季度业绩比较好,2009 年每股收益为 0.6 元,可买入;山西三维 2009 年产能快速扩张,原油价格上涨对公司业绩提升弹性大,目前业绩虽然不好,但最困难的时期已过去,可买入;建峰化工最大亮点是产能扩张潜力大,预计 2009 年每股收益为 0.8 元,可买入;辽通化工 45 万吨乙烯及配套 400 万吨炼油项目,预计今年 6 月份投产、8 月份联动试车,预计 2009 年每股收益为 0.76 元,可买入。

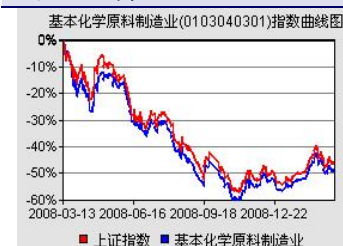
行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-8.76%	9.00%	-49.04%
上证综指	-8.05%	9.19%	-46.27%

目录索引

一、油价探底回升.....	3
二、成本上升推高石化产品价格	4
三、有机化工材料：景气低位运行	6
（一）聚氨酯：市场需求不旺.....	6
（二）有机硅：迎来扩张高峰期.....	7
（三）有机氟：价格低位运行.....	8
四、无机化工：烧碱景气度高	9
（一）烧碱：价格高位运行.....	9
（二）纯碱：需求不足.....	9
（三）磷化工：黄磷价格有所反弹.....	10
五、化肥：春暖花开.....	11
（一）尿素：高价格还将维持一段时间.....	11
（二）磷肥：价格下行趋势较大.....	14
（三）钾肥：国际价格下调.....	16
六、本期投资策略：关注业绩弹性好的个股	17

一、油价探底回升

近期，国际油价呈现探底回升走势，这一方面属于技术性反弹。原油价格从去年 140 多美元/桶跌到了 30 多美元/桶，跌幅比较大，技术上存在反弹要求；另一方面受 OPEC 限产影响。目前，原油整体供求环境比较宽松，库存不断攀升，OPEC 为了维护原油价格稳定，自去年 9 月份以来，欧佩克已决定将原油日产量累计削减 420 万桶。先前的减产措施 80% 已得到执行。近期市场预期 3 月 15 日 OPEC 将再次减产 100 万桶/天，受此影响，近期油价反弹力度比较大。但由于 OPEC 内部对原油减产存在分歧，包括欧佩克老大沙特在内的成员担心，进一步宣布减产可能加重衰退，最终令石油需求更加疲软。所以本次会议没有达成减产协议，市场预期落空，油价也随之走低。

此外，目前原油价格低，主要原油需求国加大储存力度也是导致原油价格上涨的动力之一。还有美元因素、市场预期逐步转好等等，也将支撑原油价格震荡走高。

整体来说，我们认为，今年原油价格已经探底成功，未来价格将呈现震荡走高态势，但力度将受到基本面影响。

1、从大的视角来看，目前原油正面临经济景气周期和新能源兴起两大周期压力。经济衰退导致原油需求下降，新能源的兴起将减少原油需求。两大因素共同作用，使原油需求形势难以乐观。

2、原油需求连续两年下降。EIA 预计，2008 年的全球日均原油需求量为 8,575 万桶，较 2007 年减少 5 万桶。2009 年全球日均原油需求量预期下调 120 万桶或 5%，至 8440 万桶。原油需求连续两年下降，这是二战以来首次。

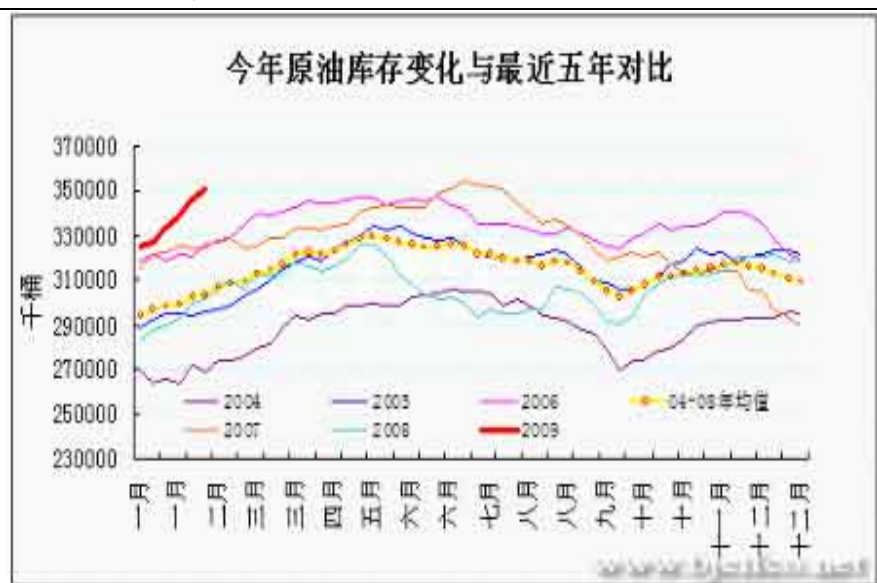
3、库存大增。2 月 6 日美国商业原油库存 (SPR 除外) 达到了 3 亿 5,080 万桶，一周增加 470 万桶，远高于历史平均水平，EIA 预计 2010 年底前，原油库存将维持高位。

图1 国际原油价格走势（美元/桶）



数据来源：中国化工在线

图2 美国原油库存变化



数据来源：中国中期

二、成本上升推高石化产品价格

近期，国际原油价格上涨推高石化产品价格。中石化/中石油分别上调PP/PE出厂价格，国际原油小幅收高，给现货市场的上涨形成契机。但上涨的动力归根结底还是市场的炒作，需求的低迷依然和现货的上涨相互产生矛盾，市场存货累积。预计，后市的走向依然和石化的价格相辅相成，石化的持续走高也许会促成了现货市场走高的可能。

但短暂的炒作热情难以对后市走向起到绝对的主导作用，随着炒作热情在涨势中的逐渐降温，后市将逐步回归平稳。

PP方面，目前石化调涨让市场充满信心，另外上游走涨，也支撑了当前价位，商家心态因此平稳。商家手中货源不少，但是下游需求有限，成交未能放量。预计后市行情仍会盘整。

PE方面，近期国际油价维持高位，市场货源紧缺，中石油、中石化出厂价小有上涨，这给了PE市场一定的信心，商家心态因此有所好转，提升价格的意向较为坚决。但是下游企业依旧谨慎操作为主，拿货积极性不高。因此，预计在需求不能放量的前提下，近期PE仓单或小幅盘整。

ABS方面，国内市场在上游的强劲支撑下，市场价格普遍走高，与前期相比幅度达800元/吨左右。但前期进口料和国产料的低价货源尚未完全消化，获利结算的心态逐渐积累。目前商家操作积极，后市能否持久，仍是一个问号。预计短期内ABS市场上涨空间有限。

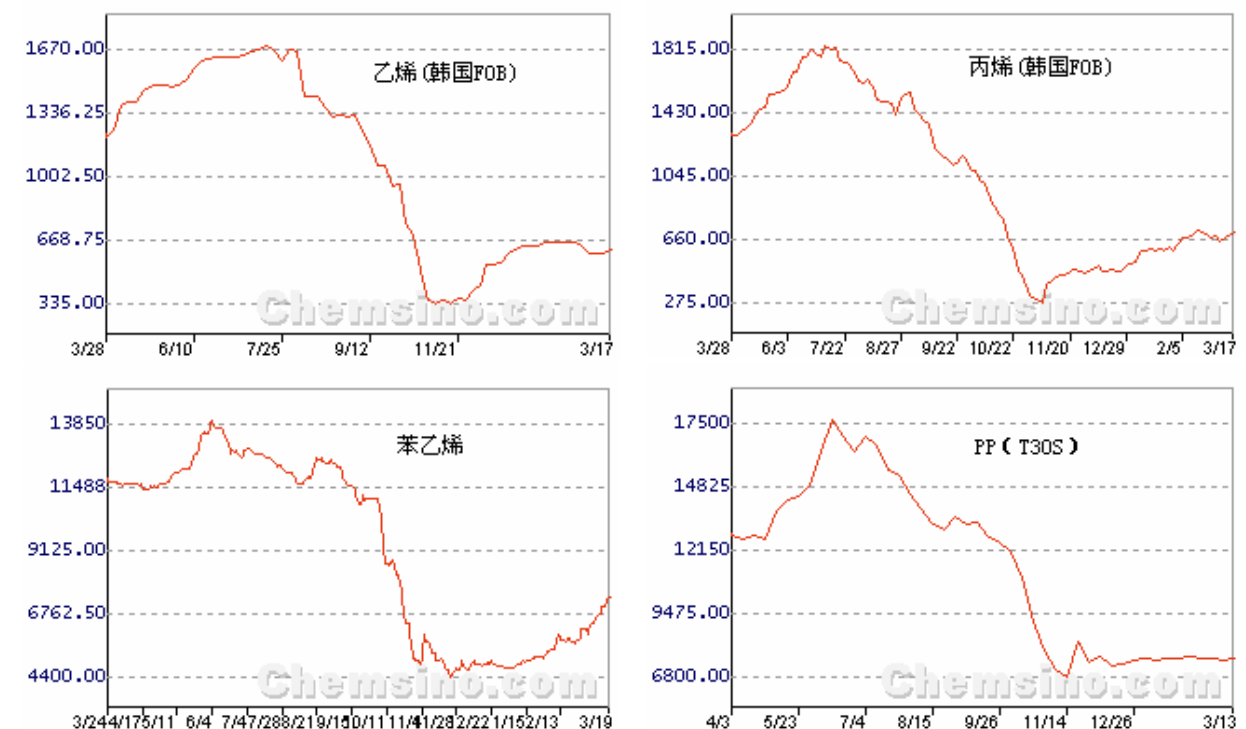
PS方面，原料价格不断上涨，PS成本压力越来越大。目前市场气氛有所好转，货源水平正常，商家心态良好。石化企业库存不高，部分厂家仍有小幅上调出厂价格。预计短期内市场仍将延续涨势。

苯乙烯方面，由于持续的大下游批量采购消化，以及进口货到港补充不及时，本周库存存在进一步下降趋势。需求方面，ABS行业由于镇江奇

美ABS装置短期停电停车，平均开工率短期降低，但随后恢复，整体下游开工需求平稳。并始终保持较浓的批量买盘积极性。江苏苯乙烯市场在进口资源到港有限下，港口库存将保持进一步下降，华东地区主要供应商现货供应稀少，市场供应偏紧，而进口价格居高不下使得下游对国内市场货物保持采购热情，从而将支撑江苏苯乙烯价格保持坚挺。另外，华北、华南两地价格高企，华东对两地的套利窗口开启，使得华东市场存在两地买盘的额外需求，也是对华东市场的有效支撑。

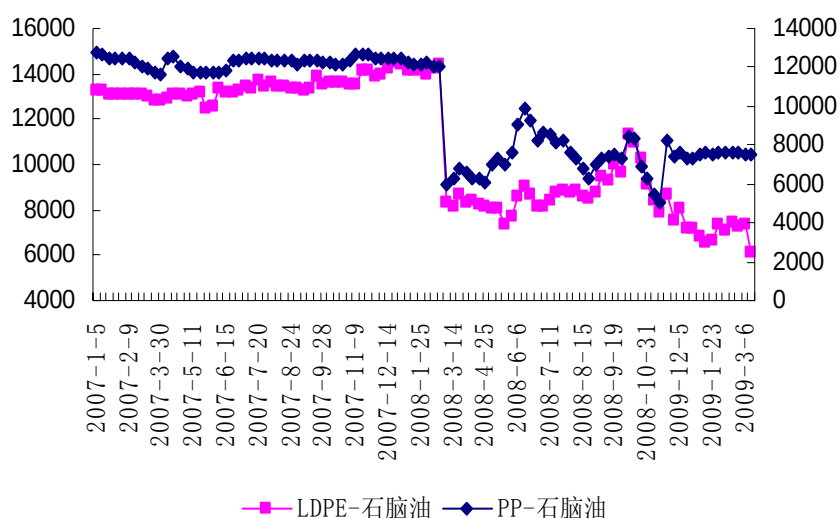
尽管近期石化产品价格有所上涨，但主要石化产品价格并没有扩大，有的甚至有所缩小，行业景气度依然低位运行。

图3 主要石化产品价格走势 美元/吨，元/吨



数据来源：中国化工在线

图4 化工产品价差



数据来源：中国化工在线 广发证券发展研究中心

三、有机化工材料：景气低位运行

（一）聚氨酯：市场需求不旺

MDI 价格低位运行

目前烟台万华的MDI装置前期受苯胺供应紧张,开工约在5-6成左右;拜耳MDI装置也在5成左右,目前主要以消耗库存为主;联恒MDI装置开工稍高,在7-8成左右。进出口方面,1月数据表明聚合MDI进口量大幅减少,而出口量却有所上升,目前来看聚合MDI市场为净出口。

需求方面,建筑保温板材需求启动缓慢,需到4、5月份;管道保温也主要集中在北方地区,施工也主要在8-11月份;目前的需求仍以冰箱冷柜拉动为主,部分冰箱厂家的订单已接到5-6月份,但与去年同期相比仍有下降。我们总体来看,需求仍然较低迷。

聚合MDI市场目前逐渐在去库存化的过程中,但因为下游需求不振,产能存在较大富余,大部分企业开工情况一般。而聚合MDI企业由于技术垄断的特点,可以通过限产报价的方式来阻止价格的进一步下跌。但聚合MDI市场价格能否反弹也将取决于供应和需求双方互相博弈的结果。

PU树脂类企业3月份开工率平均在5-6成,大型工厂开工略好,但后续订单各企业反馈信息喜忧参半,而氨纶行业近期由于量价齐升,加上对原料质量要求较高,有纯MDI供应商要求涨价的消息传出。

据业内人士分析3月份国内纯MDI市场难有大的变化,但4月市场应该会有由供应商带动的调整。

现货市场贸易商库存保持较低水平,与日韩供应商美元报价谈判略显

拖沓，所以只是现货市场供应出现紧张，下游采购积极性略有提升，仍不足以刺激市场整体回暖。

在国内经济大环境不明朗的情况下，目前国内纯 MDI 陷入一种微妙的平衡，国内万华、拜耳和巴斯夫等供应商相互制衡，而下游企业利用这一平衡，在原料采购不是十分充裕的情况下，依然坚持严格的原料成本控制。

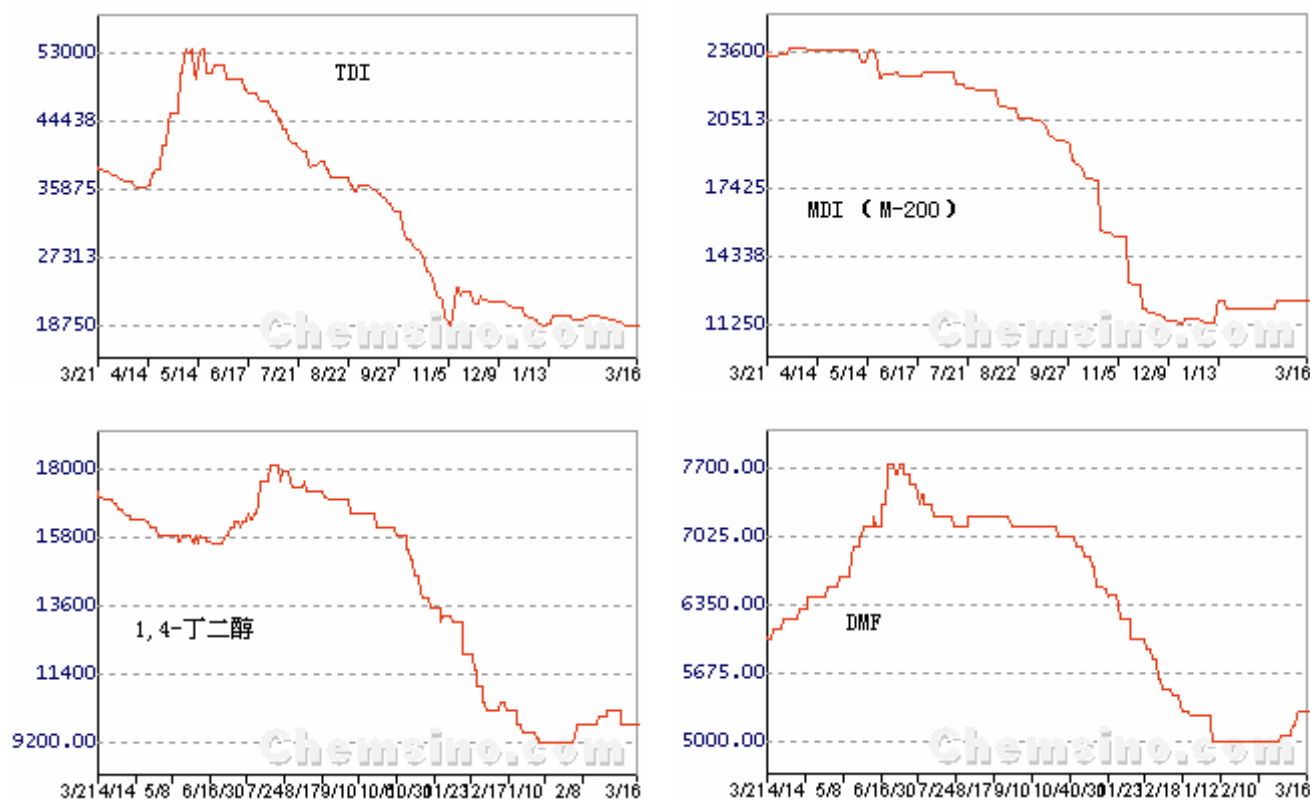
TDI 价格弱势整理

下游备货积极性不高，同时低价进口货源冲击市场。近期 TDI 价格呈现阴跌走势。下游采购清淡，市场成交气氛平静。3 月份下游订单相比较 2 月有所萎缩。

最近，市场各方面传出供应紧张的消息，上海产货源中间商提价至 20000 元/吨。但是这种短暂性的“缺货”意外迟早会得到解决，而下游需求并没有得到跟进，总体来看，目前最大的不确定性因素来自国产厂家。各国产厂家库存纷纷锐减，有可能跟对市场提价，但是库存锐减的前提是货源转移到了下游工厂，预计下半个月市场成交会比较清淡。

家具展即将来临，市场能否好转还有待观察。

图5 聚氨酯产品价格走势 元/吨



数据来源：中国化工在线

(二) 有机硅：迎来扩张高峰期

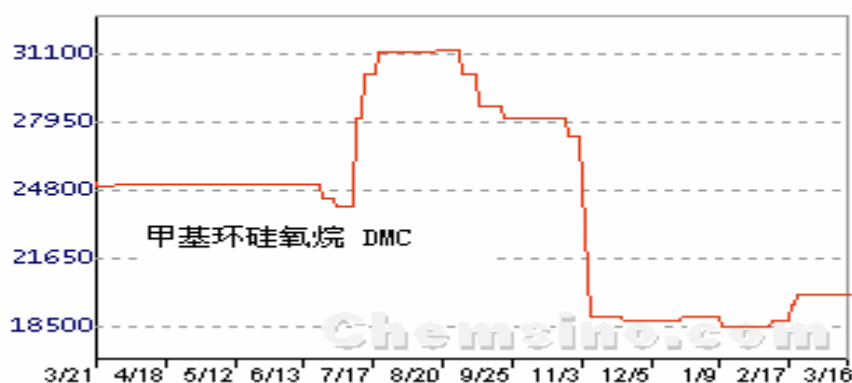
经过前几年的建设，我国有机硅产能将迎来投产高峰期。道康宁与瓦克在张家港的20万吨有机硅装置已于2008年11月份开始投产运行；江苏宏

达4.5万吨有机硅装置将于2009年中期达产，总产能将达到7.5万吨；新安股份与迈图合资的10万吨有机硅装置将于2009年6月份投产；巨化、东岳兴建6万吨预计2009年下半年投产。初步估计，2009年有机硅新增供应量将30-40万吨左右。

值得注意的是，有机硅扩张步伐并没有因目前有机硅行业不景气而停止。蓝星集团（天津）20万吨有机硅正在按计划建设，新进入者源源不断。最近，兴发集团宣布18万吨有机硅项目一期工程6万吨开工建设；泸州北方化工10万吨有机硅项目一期3万吨也已开工；还有武大有机硅新材料3万吨烷氧基硅烷项目也开工建设。等等，随着这些项目投产，我国有机硅市场将进入严重供过于求时代。

草甘膦副产物氯甲烷主要用于甲基氯硅烷单体生产，约占氯甲烷消费量的90%，据了解，现在草甘膦企业的开工率只有65%，使其副产物氯甲烷减少，回收草甘膦副产氯甲烷用于制造有机硅单体在成本上有竞争力，其氯甲烷的吨成本仅在700元左右。而合成氯甲烷的吨成本约为2000元，明显偏高。采用合成氯甲烷工艺生产有机硅的成本已接近每吨18000元。以目前价格看，有机硅行业盈利不乐观。

图6 有机硅价格 元/吨



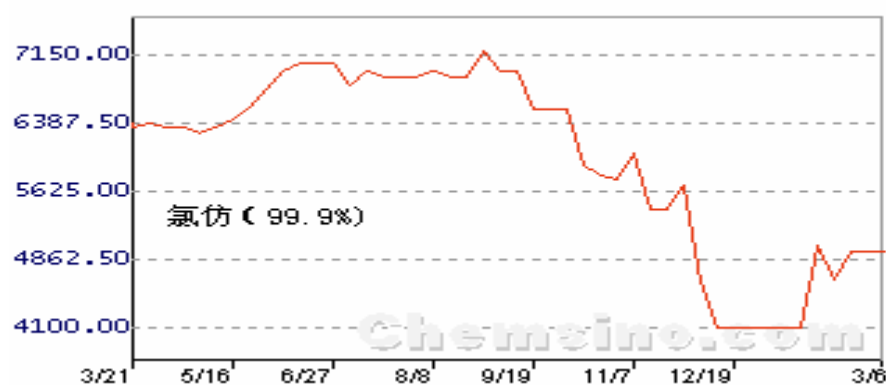
数据来源：中国化工在线

（三）有机氟：价格低位运行

跟其它化工产品一样，制冷剂价格去年也走出了过山车行情，下半年价格急剧下滑。我国制冷剂严重供过于求，行业竞争激烈，受危机冲击，目前，行业开工率普遍不高，高的80%左右，低的只有50-60%。

近期，制冷剂价格比较平稳，空调销售旺季即将来临，制冷剂市场有望启动。

图 7 氯仿价格走势 元/吨



数据来源：中国化工在线

四、无机化工：烧碱景气度高

(一) 烧碱：价格高位运行

烧碱是少数几个没有受到危机冲击的化工产品之一，价格一直高位运行，主要是因为 PVC 需求减少，开工率比较低，导致烧碱供需基本平衡。

在房地产行业不景气情况下，我们预计 PVC 需求难以好转，行业开工率难有大的起色，烧碱价格高位运行格局仍将延续。

但近期氯气需求有所转旺，价格有所上涨，导致烧碱开工率有所上升，供应量增加，价格小幅走低。

目前，东北地区：本地主流价 45%离子膜液碱 1050-1250 元/吨、30%离子膜液碱 700-750 元/吨、42%隔膜液碱 970-1100 元/吨、30%隔膜液碱 680-700 元/吨、99%离子膜片碱 3300 元/吨。江苏地区：苏北地区 30%隔膜碱出厂在 670 元/吨上下，苏中南地区 32%离子膜碱出厂实际成交在 720-730 元/吨。福建地区：现 30%隔膜碱出厂价格约在 2500-2600 元/吨(折百)。安徽地区：30%隔膜烧碱主流出厂价在 680-690 元/吨，32%离子膜烧碱主流出厂价格为 750-760 元/吨，98%、99%片碱平均出厂价格为 3000 元/吨左右。

(二) 纯碱：需求不足

房地产行业不景气严重影响了玻璃需求。由于下游玻璃行业开工率不高和玻璃销售价格持续走跌，纯碱行业开工率也不高，纯碱价格走势比较疲弱。目前，内蒙地区：现当地企业货源主要销售区域依然为华北、东北地区，轻质碱送到以上两地价格分别为 1100-1120 元/吨、1160-1200 元/吨；重质碱送到东北价格为 1300 元/吨。江苏地区：轻质碱出厂价格在 1050-1100 元/吨区间范围内，重质碱到站价仅为 1200 元/吨。陕西地区：

轻质碱主流出厂价格在 1050-1100 元/吨。青海地区：轻质碱主流出厂价格为 800 元/吨，重质碱出厂价格为 900 元/吨。

我们预计，纯碱价格疲弱走势仍将延续。

图8 纯碱、烧碱价格走势 元/吨



数据来源：中国化工在线

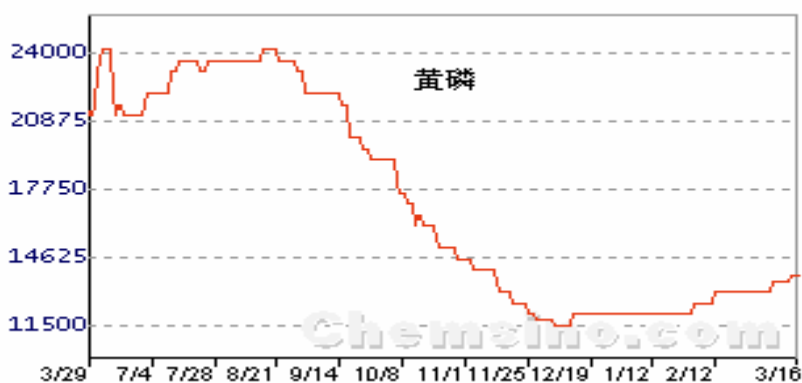
(三) 磷化工：黄磷价格有所反弹

近期，国家发改委、电监会及能源局联合发布清理优惠电价通知。要求各地取消自行出台的优惠电价措施。对高耗能企业实行优惠措施在 3 月 15 日之前全面停止执行，积极稳妥地推进大用户直购电试点工作。受政策影响，黄云南黄磷生产企业大部分决定于 15 日前电炉全部停产检修，磷市场稳中走跌逆势反弹，部分云南生产企业有意囤货等待后市价格小涨后销售，四川本省整体上调出厂报价，净磷主流出厂报价上调至 13500 元/吨左右，涨幅在 200-300 元/吨，下游采购客户洽谈新单，尚未出现实际成交，贵州省受贵阳周边地区受环保影响部分企业被迫停产，少数几个企业由于库存较大，电炉停产消化库存。

国内黄磷市场受优惠电价取消，云南地区开工电炉基本停产，价格稳中有涨，四川省涨幅较为明显，贵州省受库存较大影响，涨幅不大，省内开工情况良好。

目前，黄磷价格完全受开工率左右。我们预计这种态势仍将延续。

图9 我国黄磷价格走势 元/吨



数据来源：中国化工在线

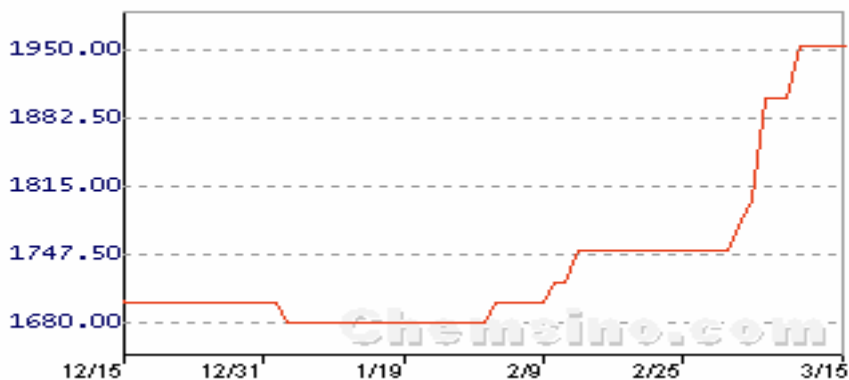
五、化肥：春暖花开

春节过后，化肥价格出现季节性反弹，其中尿素价格反弹力度最大。对于后市走势，尿素方面，由于经销商备肥已基本结束，后市价格上涨空间较小，后市走势关键取决于终端农户对目前价格的接受程度。磷肥方面，受原材料走低与国际需求不振双重影响，我们认为在高价库存消化完之后，磷肥价格走低的可能性非常大。钾肥方面，由于用肥大国巴西第二季度的合同价下降25%至750美元/吨，大致可以作为第二季度国际市场钾肥价格走势的参考，5月份之前，我国钾肥合同签订的可能性很小，上半年钾肥价格将保持平稳运行。

（一）尿素：高价格还将维持一段时间

受春耕备肥季节性影响，年后尿素展开了一波强劲的上漲行情，尤其是2月底至三月上旬之间，为了应付国家淡储检查，经销商开始集中备货，尿素价格上涨较快，目前主流出场厂价维持在1900-2000之间，平均比年前上涨200-300元/吨，上涨幅度高达17.6%。

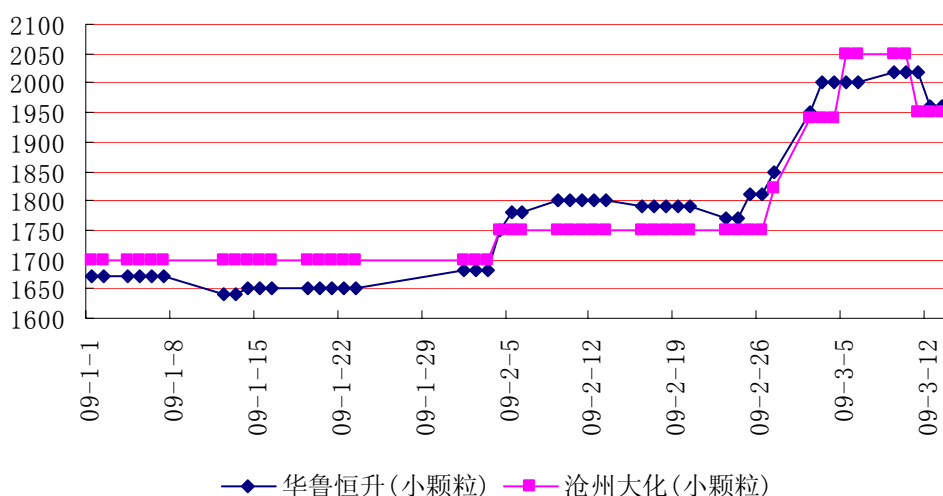
图10 年后长三角地区尿素（46%）价格走势（元/吨）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

目前，农民大规模用肥还未启动，本轮尿素上涨行情主要处于厂家与经销商交易环节。整体来看，目前经销商备货已基本结束，山东、河北、河南等省份在冬小麦追肥结束以后尿素价格略有下滑，如3月12日华鲁下调小颗粒尿素出厂价60元/吨至1960元/吨，沧州大化3月11日下调小颗粒尿素出厂价100元/吨至1950元/吨；西南地区由于天然气供应紧张，大部分企业停工检修，导致尿素供应偏紧，短期内价格仍继续保持坚挺。

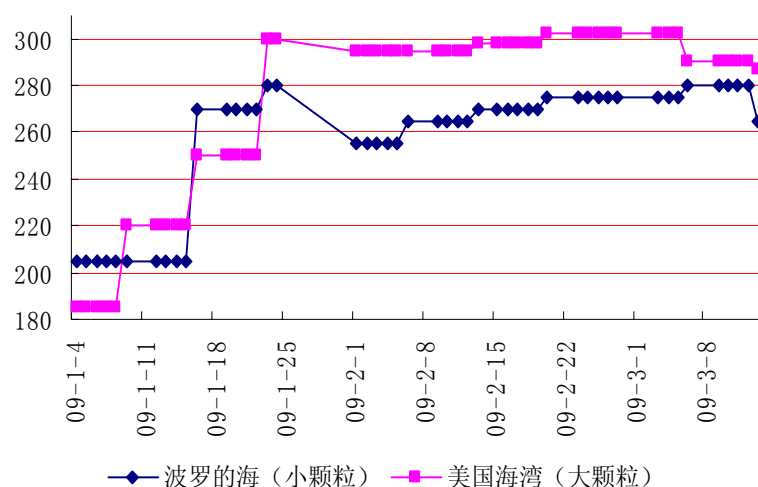
图11 2009年1-3月华鲁恒升、沧州大化小颗粒尿素出厂价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

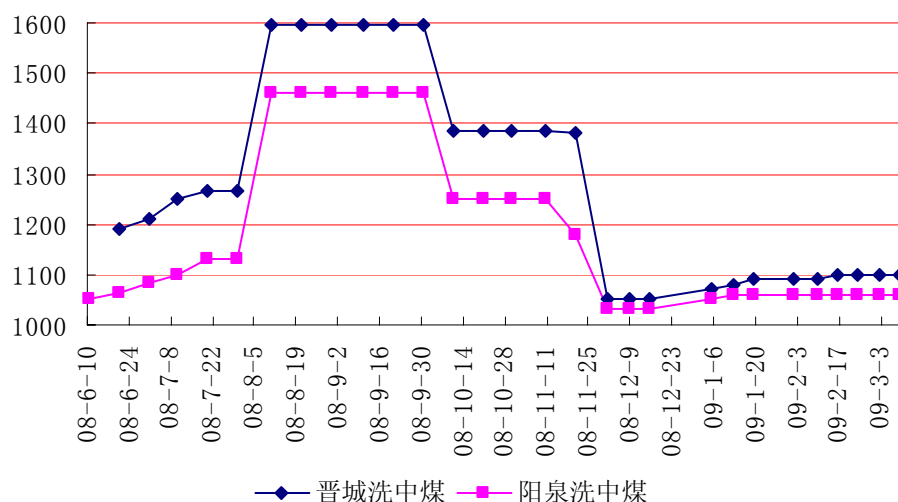
后市来看，在国际市场尿素价格继续走低、无烟煤价格保持平稳的情况下，尿素价格继续上涨空间较小，后市价格走势关键取决于终端农户接受程度。国际需求方面，3月13日，波罗的海小粒散装尿素fob价下调15美元/吨至265美元；美国海湾大粒袋装尿素fob价下调3美元/吨至287美元/吨。在高达110%的关税阻挡下，未来尿素大量出口难度较大。无烟煤供应方面，目前山西晋城、阳泉地区的小煤矿依旧停产，无烟煤中块车板含税价分别维持在1100元/吨、1060元/吨，无烟煤价格保持平稳。由于两会结束后小煤矿可能复产，主流煤企则保持以销定产、以销定存，我们预计后市无烟煤市场将维持紧平衡，无烟煤价格继续保持平稳，无烟煤价格上涨推动尿素价格上涨的可能性较小。

图12 2009年1-3月国际市场尿素fob价格走势（美元/吨）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

图13 2009年1-3月山西晋城、阳泉地区无烟洗中煤含税车板价走势（元/吨）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

总之，目前经销商备肥已基本结束，后市尿素价格走势关键取决于终端农户的接受程度。4月份进入农民大规模用肥旺季时，如果农民能在不减少需求的前提下接受目前价格，则企业出厂价能够在目前价格获得支撑。由于我国尿素产能总体过剩、年后企业开工率较高、国际需求与无烟煤价格都不支撑后市尿素价格继续上涨，而发改委又准许部分省份的化肥淡季储备提前投放市场，我们认为后市尿素价格继续上涨的空间较小，需紧密跟踪终端农户对目前尿素价格的接受程度。

此外，刚刚通过的石化产业振兴规划强调完善能源产品价格形成机制。由于煤炭价格已经市场化、成品油定价机制也已经某种程度上

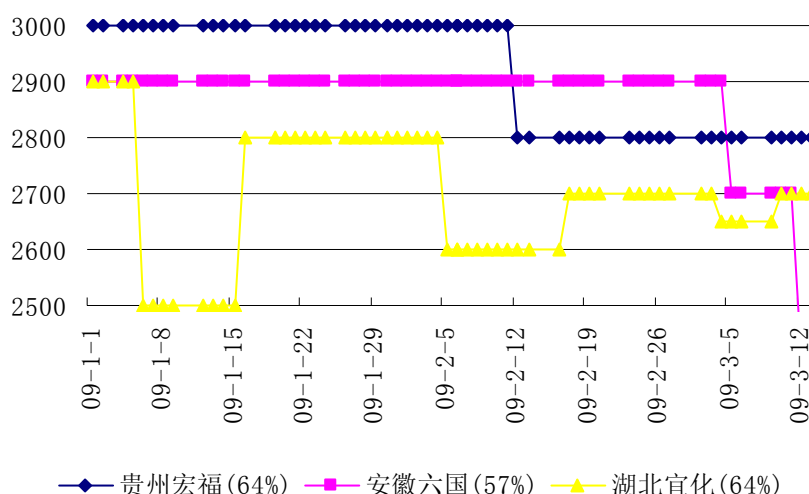
市场化，天然气作为一次能源中最后一个品种，其资源稀缺性决定了未来天然气价格上涨是必然趋势。而最近市场上盛传天然气价格改革目前已在紧锣密鼓进行，一旦天然气价格与国际接轨，气头公司相对煤头公司的成本优势将会逐渐缩小，需紧密跟踪天然气价格市场化改革进展情况。

（二）磷肥：价格下行趋势较大

我们预计09年DAP需求量将同比上升，而价格则由于受原材料价格走低及国际需求不旺双重因素影响，在高价库存消化完之后价格下行趋势较大。

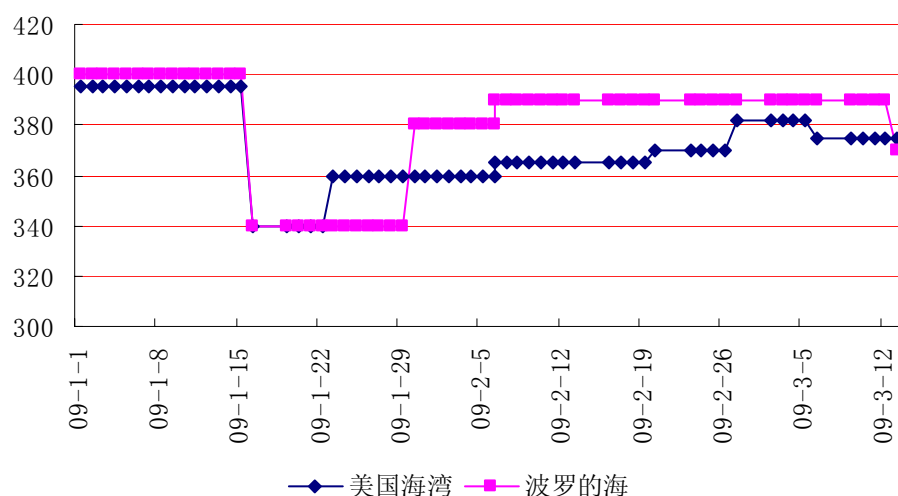
价格方面，受去年高价库存影响，在本轮春耕化肥价格反弹中，DAP价格反弹力度最小，受原材料成本持续走低及需求不振的双重挤压，企业出厂价甚至呈现用肥旺季走低的现象，如安徽六国化工3月份连续两次下调DAP(57%)出厂价。目前，DAP市场已全面启动，部分地区甚至出现供应紧张现象，受春耕旺季需求短期支撑，目前国内DAP（64%）主流出厂价维持在2700-2900元/吨之间，国际方面，本周美国海湾DAP fob价下跌7美元/吨至275美元/吨，通过正常渠道出口几乎不可能。

图14 年后重点企业DAP出厂价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

图15 年后国际市场DAP价格走势（美元/吨）

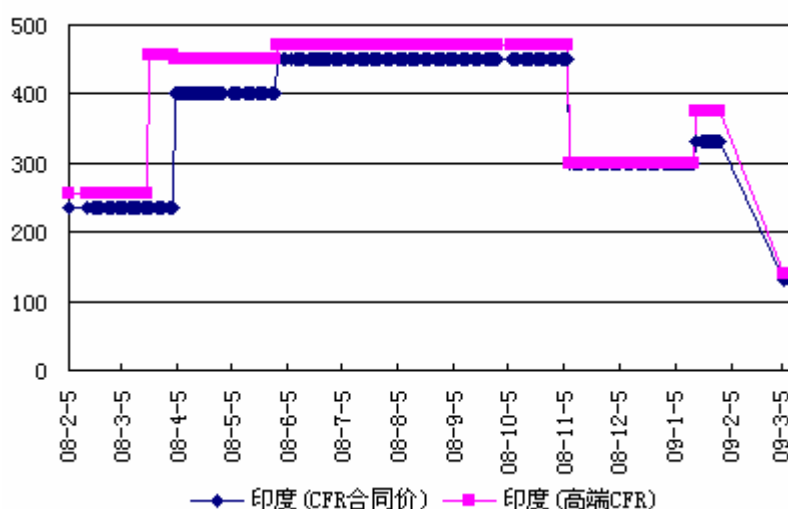


数据来源：百川咨询、广发证券发展研究中心

需求方面，由于进入用肥旺季，DAP市场已完全启动，销售非常顺畅。此外，由于与08年相比，DAP价格跌幅较大，我们认为08年由于DAP高价而被抑制的部分需求将在09年得到释放，09年DAP需求量将大幅增长。

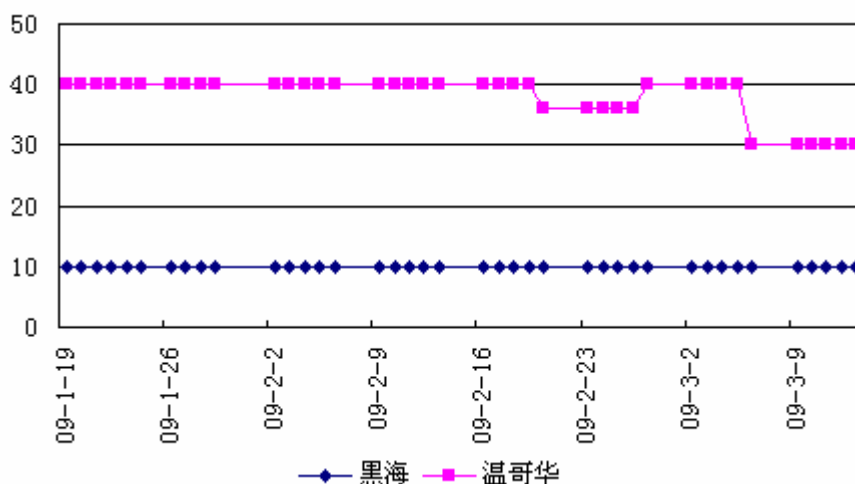
总之，我们认为，春耕期间高价库存消化完后，DAP价格下行趋势非常大。原因主要基于以下三点：一是由于经销商的前期高价库存较多，为减少损失，目前经销商有意把DAP销售价格尽可能地维持在高位。二是原材料价格走低。目前国内磷矿石企业仍然开工率较低，磷矿石（30%）主流出厂价300元/吨，国际磷矿石价格则从2月初的375美元/吨持续下跌至目前的140美元/吨，下跌幅度高达62.7%；硫磺由于去年下游企业备货充足，目前价格反弹已经止步，国内主流出厂价650-700元/吨，国际上温哥华fob价30美元/吨、黑海fob价10美元/吨。国际磷矿石价格的大幅下跌及国内外硫磺的巨大价差反映出国际市场DAP需求非常低迷。三是在国内市场低迷时期，国内磷肥企业维持高毛利的可能性较小。按照当前原材料价格，目前DAP的原材料成本约为1600元/吨，完全成本2000-2100元/吨，按照2700元/吨的出厂价，毛利率高达20%左右。磷肥产品同质性较强，在国际需求低迷之时国内企业长期获得如此高毛利的可能性较小，随着企业开工率的提高及经销商高价库存的逐渐消化，未来DAP出厂价格下行的可能性非常大，会逐渐回落到2500-2600元/吨的正常水平。

图16 国际市场磷矿石价格急剧下跌（美元/吨）



数据来源：百川咨询、广发证券发展研究中心

图17 年后国际市场硫磺fob价走势 (美元/吨)



数据来源：百川咨询、广发证券发展研究中心

表1: 目前DAP原材料成本构成

原材料	吨耗 (吨/吨DAP)	单价 (元/吨)	成本 (元/吨)
硫磺	0.5	700	350
磷矿石	1.7	400	680
液氨	0.2	2800	560
合计	—	—	1590

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）钾肥：国际价格下调

国内生产方面，除盐湖钾肥在2月底恢复生产以来，目前国内青海地区钾肥仍然未完全恢复生产。由于青海地区车皮紧张及不排除由于后期钾肥价格走势不明朗导致企业故意减缓走货量的可能，目前盐湖钾肥出厂价

4200元/吨，比前期的意向价格3800元/吨高出400元/吨。相对氯化钾的走货缓慢，硫酸钾市场则更显冷清。目前国内外购硫酸钾的生产企业大部分面临着价格倒挂问题，新疆罗布泊硫酸钾（50%粉）到站价维持在3900元/吨，而像大连瑞泽、上海青上、山东海化等大多数企业都停止对外报价或停车检修。

国际方面，巴西第二季度的钾肥合同已经签订。第二季度，BPC向巴西出口钾肥的合同价格从1000美元/吨下降到750美元/吨，降幅高达25%，5月底前，该公司将向巴西提供60万吨钾肥；对其他小客户的合同价格从1010美元/吨下降到765美元/吨，降幅为24.3%。德国K+S公司宣称他们钾肥的最新现货报价为750-765美元/吨，对BPC给巴西买家的合同价格表示支持，ICL钾肥公司也对该价格表示支持。

巴西年钾肥需求量在500-600万吨左右，属于钾肥进口大国，因此我们认为巴西第二季度钾肥进口合同价至少可以代表未来第二季度国际市场钾肥价格走势。2008年我国钾肥进口合同价为580美元/吨，由于自2008年4季度以来国际钾肥垄断厂商限产保价立场坚定（09年第一季度PCS开工率仅20%）、行动一致，钾肥进口合同价格大幅下降的可能性较小；由于巴西第二季度进口合同价环比下降25%，中国进口合同大幅上涨的可能性也较小。此外，在2月26日召开的FMB会议上，多数买家认为900-1000美元/吨的钾肥价格难以为继，5月份之前钾肥谈判合同很难有结果。

综合以上几点，我们认为09年5月份之前钾肥进口合同谈判很难有结果，随着下游复合肥企业开工率的逐渐提升，上半年国内钾肥价格将保持平稳或小幅上升，后市需紧密跟踪钾肥消耗大户印度第二季度钾肥进口合同谈判进展情况。

六、本期投资策略：关注业绩弹性好的公司

近期，原油价格企稳反弹，化工产品价格也开始见底反弹，但这种反弹的主要动力还是来自于成本推动加投机炒作，下游需求并没有完全好转。在这种背景下，国内化工企业近期开工率有所上升，好的已经达到了八成左右，开工率提高的原因有三：一是前期一些企业停产，消化了一部分库存，目前已逐步恢复了“元气”；二是国家各项政策的出台提振了企业信心；三是部分产品价格跌势趋缓并有回暖迹象，如黄磷、MDI(二苯甲烷二异氰酸酯)、纯碱、草甘膦、化纤等。加之进入春耕备耕时期，支农产品进入旺季。春节过后，浙江晋巨化工有限公司日产尿素350吨，迄今已产销上万吨；山东临沭20多家化肥生产企业销售比去年同期增加30%。

原油价格的反弹给市场带来了美好预期，我们认为现阶段可关注三个方面：一是景气度较高的农化股；二是价差在扩大、需求在上升的化工股，这类股很少；三是关注对油价弹性较高的替代能源股和非石油路线的化工股。

重点公司

中国石化

中国石化是我国最大的原油炼制商和油品供应商,汽柴煤油产量9000万吨左右,12月份国内进口原油的价格在53美元/桶,1月份进口原油则在41美元/桶,原油进口成本出现了大幅下降,公司一季度炼油业务盈利相当不错。随着石化产品上涨,公司盈利预期趋强。预计公司2009、2010、2011年每股收益分别为0.60元、0.68元和0.75元,可买入。

山西三维

2008年受危机冲击,与公司产品相关的纺织、轻工、房地产行业影响比较大,公司产品价格和需求影响比较大,到第四季度出现了大亏损。导致2008年公司净利润下降了96.14%目前,公司主要化工产品价格基本站稳,库存基本消化完毕,但下游需求还没有明显转暖。从价格走势看,应该公司最困难时期已经过去。2009年将逐步转好。

公司主要看点在两个方面:一是产品价格已经站稳,2009年公司新项目比较多,产能扩张比较快;二是公司产品属于非石油路线化工产业,油价高涨时,业绩弹性比较高。

预计2009、2010、2011年公司每股收益分别为0.28元、0.74元和0.89元。从短期来看,公司业绩还难以好转,但长期可买入。

建峰化工

建峰化工拥有2套大型气头尿素装置:一化装置产能30-52万吨,二化45-80万吨装置为目前国内最大单套尿素装置,目前正在建设之中,预计2009年底投产。

建峰化工的最大优势为气源优势及大型装置的成本优势。今年春耕尿素价格大幅反弹的原因之一就是西南地区天然气供应紧张,大部分企业停车检修或降低开工率导致尿素供应偏紧所造成的。09年1月份云天化停车检修,2月份云天化停车检修,目前泸天化关停1条线进行检修、四川美丰开工率仅维持在70%左右,只有建峰化工由于气源供应有保障,在目前的用肥旺季保持满负荷生产,目前出厂价1950元/吨。而公司的尿素装置检修安排在下半年的用肥淡季,估计30天左右,对全年业绩影响较小。

虽然二化装置要到2010年才能贡献利润,但用肥旺季时的满负荷开工率将提高09年全年业绩保障,预计2009、2010、2011年每股收益分别为0.80元、1.24元和1.49元,可买入。

辽通化工

辽通化工是兵器集团整合其海外石油资源和理顺化工上下游产业链的战略平台,主营业务为尿素,目前正在建设45万吨乙烯及配套400万吨炼油项目,预计今年6月份投产、8月份联动试车、2010年正式贡献利润,实现从化肥企业向石化企业的历史性转型。

尿素业务为公司业绩增长稳定器。公司区位优势明显,尿素装置位于化肥需求量较大而生产企业相对较少的辽宁、新疆,目前公司尿素产品在辽宁市场的占有率超过90%,在新疆南部地区的市场占有率超过50%。公司平均气价0.645元/立方米,在国内同行中天然气使用价格几乎最低。气源方面,除辽河化肥厂每年需外购30万吨煤炭外,其余两套装置的供气量

非常有保障。未来，尿素业务将成为公司业绩增长稳定器，每年约贡献EPS0.30元，为公司向石化领域进军打下坚实基础。

未来45万吨乙烯项目可能为公司带来超出市场预期的超额收益。公司股本较小，单位股本所对应的炼油能力及乙烯加工能力大于中石化等大型化工企业。化工产品板块业绩弹性较大而公司股本较小，2010年化工行业景气上行时乙烯项目可能为公司带来超出市场预期的超额收益。

表 2: 辽通化工与中石化业绩弹性比较

	股本 (亿股)	炼油产能 (万吨/年)	单位股本 炼油能力 (吨/万股)	乙烯产能 (万吨)	单位股本 乙烯产能 (吨/万股)
中国石化	867	16000	18	630	0.73
辽通化工	12	400	33	45	3.75

假设尿素贡献稳定收益0.30元、2009年乙烯项目不贡献利润、2010年乙烯项目开工率80%、2011年项目满产，预计公司2009-2011年的EPS分别为0.30元、0.76元、0.90元，可买入。

表3 重点公司业绩预测及投资评级

代码	公司	2009年EPS	2010年EPS	2011年EPS	投资评级
600028	中国石化	0.60	0.68	0.75	买入
000755	山西三维	0.28	0.74	0.89	买入
000950	建峰化工	0.80	1.24	1.49	买入
000059	辽通化工	0.30	0.76	0.90	买入

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

基本化学原料制造业(0103040301)行情走势



相关研究报告

石油与化工行业 2008 年第四季度投资策略	曹新	2008-09-11
石油与化工行业 2008 年第三季度投资策略	曹新	2008-06-18
石油与化工行业 2008 年第二季度投资策略	曹新	2008-03-18
石油与化工行业四季度投资策略	曹新	2007-09-25
石油与化工行业三季度投资策略	曹新	2007-06-25

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。