

行业评级：中性

投资与需求的旋转木马

——2009 年石化化工行业二季度投资策略

2009 年 04 月 27 日

石化化工行业研究/深度研究

相关研究：

景气领域享增长，新材天地求未来
2008/09/20

短线看政策，中期间市场，长远需转型
2009/01/09

执笔人

裴云鹏

peiyunpeng@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

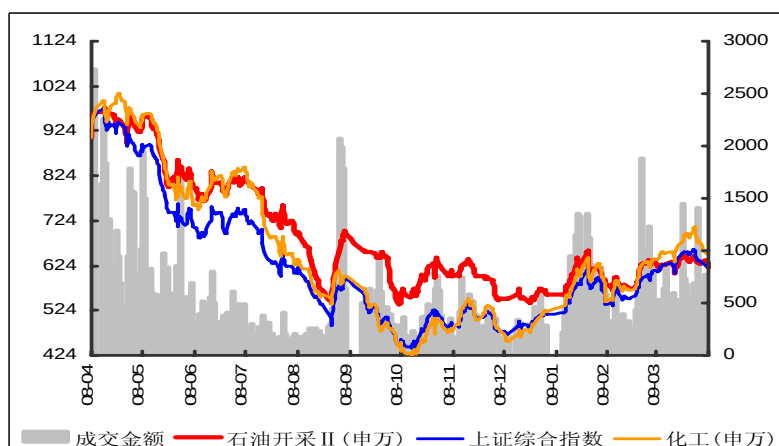
山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点：

- 国际油价未来最有可能缓步向上，鉴于 G20 决议展现的全球合作，我们下调原油全年均价至 60 美元/桶。
- 化工行业环比数据降幅逐月递减，行业预计将于年中开始盈利。但化工行业仍面临产能过剩、出口锐减、产品价格下降等问题，在宏观环境低迷、环保节能紧抓、外资大举进军中国的大环境下，行业的产业整合、升级转型成为必由之路。利润同比下滑在所难免。
- 我们对其他合成材料、信息化学品、化妆品未来增长看好；对于现金流充分的行业重组概念看好；此外对化肥、农药因刚性需求，长期持乐观态度；短期之内直接受益于投资的民爆、工程轮胎、沥青等领域将仍有局部性机会。石化在低油价的 09 年整体上将优于化工行业表现。
- 我们认为磷矿石等资源品、硝酸等无机原料、塑料等需求方向的行业的投资机会已展现。塑料行业有望在 6 月份扭亏。
- 市场的完善，比如平准基金、乃至发行制度的改革，将给市场带来一个中长期的利好。在这个过程中，机构或大股东的增减持的多寡、时段、价格等等都是需要给予重点关注的。
- 黔轮胎、泸天化、兴化股份等被严重低估的股票。等股票价值被低估，值得关注。

一年来化工板块证券市场走势：



目录

1.宏观经济方向渐明朗.....	4
1.1. 经济止跌回暖.....	4
1.2. 油价再受打压.....	5
2. 化工直接相关政策分析.....	8
3. 站在黎明边缘的化工行业.....	10
3.1.化学工业基本产业链.....	10
3.2.产值、产量、利润环比逐月回升.....	10
3.3.产能过度扩张的调整未结束.....	13
3.4.结构调整, 产业升级是必由之路.....	14
4. 领先大盘的化工板块.....	14
5. 下游决定子行业冷暖转换.....	17
5.1. 车辆消费拉动轮胎、石油炼制、工程塑料等产业链.....	17
5.2. 纺织服装短期之内颓势难于扭转, 化纤、皮革行业有待进一步调整.....	20
5.3. 建材、基建市场一片大好, 民爆、沥青、工程塑料、基础化工原料等行业将受益.....	22
5.4. 房地产销售总面积逐月环比增长, 聚氨酯、氯碱等行业将受益.....	25
5.5. “家电下乡”冰箱受益最大, 聚氨酯聚醚硬泡等行业直接受益.....	29
5.6. 风电新能源发展确定, 玻纤需求可期.....	30
5.7. 铁路、船舶的发展, 将带动工程塑料、橡胶零件、涂料等需求的增长.....	31
5.8. 农业确定性增长仍将保持, 磷、钾肥及杀虫剂将是农资新增长点.....	32
5.9. 铁路、船舶的发展, 将带动工程塑料、橡胶零件、涂料等需求的增长.....	33
5.10. 食品业同比略降, 饮料增长对高分子包装材料需求加大.....	36

5.11. 化妆品同时具备防御性和成长性, 利好有机原料、有机硅产品.....	37
5.12. 焦炭产能的过剩状况将促进煤焦油深加工的展开.....	38
5.13. 文化、旅游的未来启动将拉动无机化学品、胶卷等消费.....	39
6.行业投资策略: 关注投资与需求的转换.....	40
6.1. 投资市场关键词.....	41
6.2. 投资个股关键词.....	41
7.投资建议及盈利预测.....	43
8.风险提示.....	44
黔轮胎点评.....	45
评级说明	
免责声明	

1. 宏观经济方向渐明朗

1.1. 经济止跌回暖

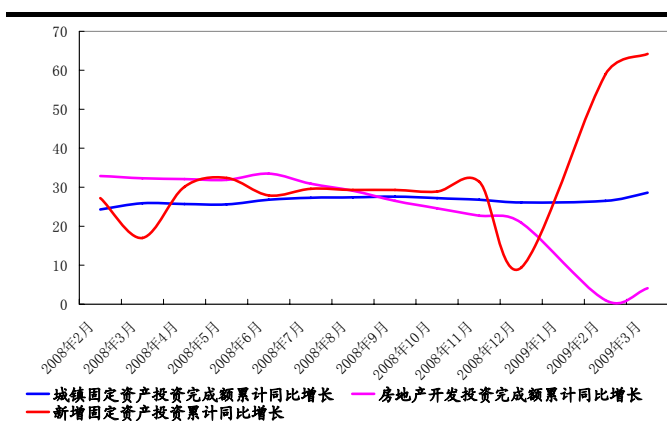
一季度 GDP 增长 6.1%，一是环比降幅缩小，二是 6.1% 的增长同比的是国民经济高烧的 2008 年一季度，三是中国投资基建开工时间大多定在二季度，最后是迅速的完成几近 5 万亿信贷，显示通胀远没有离我们而去。故此我们仍如去年底的年度策略一样认为 2009 年全年将保持一个 8.3%—9.5% 的一定速度的增长。对于中国经济发展仍持短期看投资，中期看内需，长期看分配观点。

鉴于超预期的一季度经济表现，中国国民经济至少走稳虽已成为大多数人的共识，但国民经济转好走强却仍需观察：

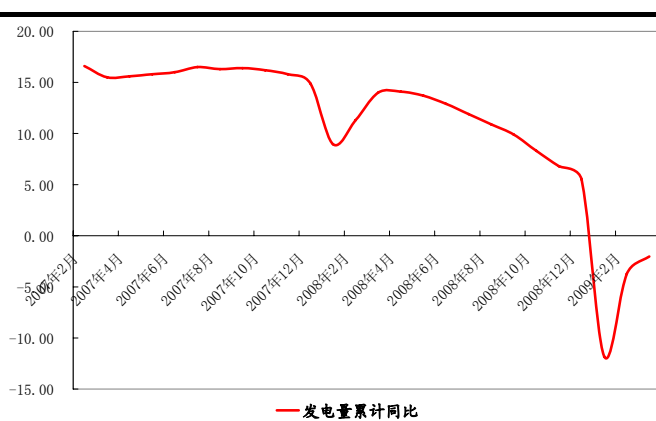
固定资产投资在 4 万亿投资规划引领下出现了强劲回升，其中新增固定资产投资更是达到 60% 以上同比增长高度，但是我们也看到固定资产投资的增速放缓，这是纯粹的政府主导的投资拉动的应有之义：投资保增长，政府低效率；没有投资低速度，过多投资高通胀。未来我们认为固定资产投资在拥有一定规模、增速后也将进行这样类似的调整。

发电量与固定资产投资是一个硬币的两个面，都主要显示第二产业的增长。发电量与建设实际进行直接相关，这样使得该指标要滞后新增固定资产投资 2-3 个月。发电量显示的也是同样的快速恢复上升，目前正徘徊观望的态势。

图表 1. 新增固定资产投资同比大幅上升



图表 2. 发电量连续环比上升



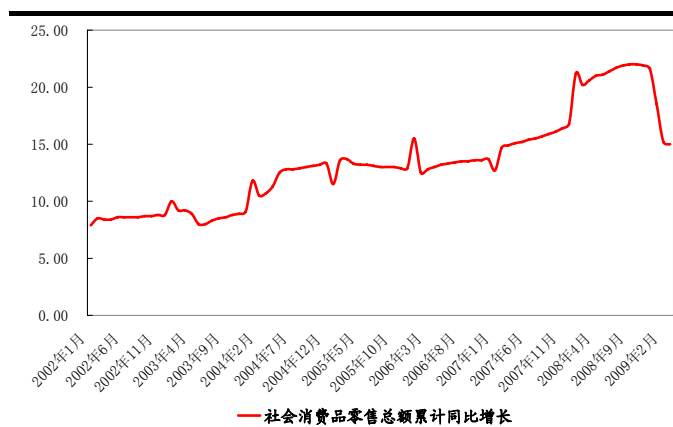
数据来源：wind资讯、山西证券研究所

我们认为外贸领域，无论如何，相对优势明显的我国外贸应能保持一定规模，但同比预计为负。只要不出现世界性的货币贬值，同时人民币仍坚持维稳的状况，外贸马车今年在 GDP 增长贡献率上将低于投资和消费。

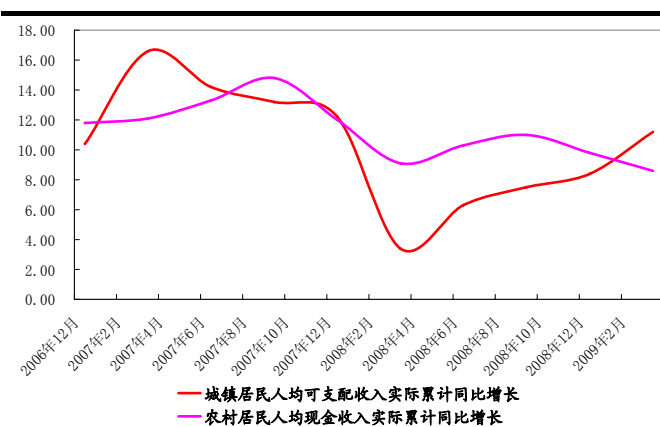
消费领域目前零售增长已经止跌回升，而作为主力消费的城镇居民收入增长有了较大幅度的增长，目前零售消费增长与居民收入增长之间的差值缩小，有利于消费的持续性。但同时我们要看到居民消费增长仍是大于收入增长的，这在一个以节俭著称的国度、主力生产消费人群大多数均仍保持这一传统的国度，对于消费的可持续性仍是需要一定警惕的。更有农民收入有下滑趋势，这既是外出务工越发艰难的必然反映，这短期对开发农村消费市场造成一定压力，最要紧的是这使得关系中国内需增长的最根本的分配问题、城乡等多种二元结构问题更难调整。

鉴于宏观经济的走势虽然企稳，但自身三驾马车的变量依然存在，同时世界经济与中国经济关联的重要纽带——汇率问题更是不确定性很大，我们认为化工行业能否真正回暖目前也需观察。

图表 3. 社会消费品零售总额止跌回升



图表 4. 城乡居民收入环比增长不一



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

1.2. 高油价受打压

原油价格由供需、投机、汇率、地缘政治等多种因素决定，由于投机及地缘政治最终都是通过供需或汇率来表现的，实际油价价格变动只是由供、需、汇率三个因素构成。

2008 年底我们认为 2009 年需求是不支持油价走高的，影响油价波动最大的两个因素是来自 OPEC 等产油国的供给变动和计价美元的汇率变动。在一季度，以上两个变动因素均阶段性展现：进入 2 月中旬后，在 OPEC 减产执行情况以及加大减产预期展开后，原油价格提高到 40 美元/桶之上，而 3 月底的美国“印钞机”的初次开动，拨动了美元贬值这根大家都不愿意面对的弦，油价

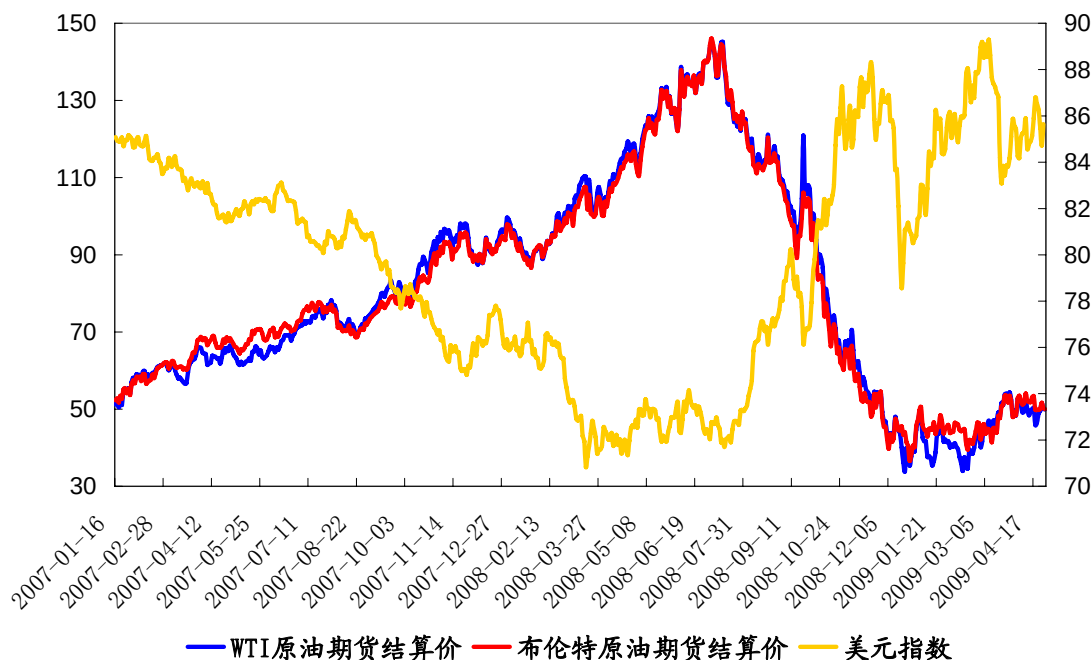
也应声抬升至 50 美元/桶以上，可以说截止三月底的原油价格走势完全在我们的预测中。

但是几乎同时，4 月初举行的 G20 达成了一系列协议，显示当前战略格局上关于货币币值、原油价格的一个博弈短期内形成了一个共同意见。至少在 5 月底之前的 G20 再次会晤前，各国的财政货币政策虽没有明确承诺，但将是有一定同步性、协商性约束的。而美欧日中等经济较强国家出于维护币值、维稳经济、对外投资、储备保值等等中短期目的，短期内也有维持低位油价的愿望。而沙特等海湾国家即便直至 3 月份仍主要认为油价在 70-75 美元/桶是合理的，但一来胳膊拗不过大腿，二来当前经济大国们也相对考虑了沙特等国的要求，在当前的美元币值下，50 美元/桶附近的油价是高于海湾国家现有产能的盈亏平衡点的，故此，在 G20 之后的 4 月中旬沙特表示目前的 50 美元/桶的油价是可以接受的。同时伴随欧美经济的渐趋探底但仍未稳定的状态，全球原油需求的疲态远没有结束。因此，在 G20 影响下，全球金融领域的稳定性出现了自危机爆发以来前所未有的稳定预期，这样的预期下，美元的流动性及币值都等到一定约束或稳定，这样在目前不振的需求和维稳的地缘政治面前，只要不发生某个国家币值的急剧变动，油价至少短期内不大可能上升到 60 美元/桶以上。而且这一状况有可能持续，从而导致油价提升缓慢。依此，我们认为 G20 决议通过协调、稳定金融体系，将大大打压油价的飙涨，拉长油价上涨的时间，同时考虑到 OPEC 成员供给产能进一步削减的可能不大，因此我们暂时将 2009 年油价预测 75 美元/桶的均价下调至 60 美元/桶。

以上预测下调的基础是基于 OPEC 维持当前供给、G20 短期内稳定美元币值的判断。需求上我们仍认为不是 2009 年油价波动需要考虑的因素，美元、供给以及表示商业、战略供给的库存是决定今年油价走势的三大关键词。今后供给与美元仍存在变数，需要密切关注 OPEC、G20、美联储/美财政部、中国与欧盟的货币/财政政策。但是长期美元走软是必然，故 G20 只能做到放缓油价上涨的速度或延迟油价飙涨的时点，我们长期仍坚定认为油价未来 2-3 的价格滑延伸至 2009 年的价格，也就是长期来看 2009 年的合理油价，应位于 75 美元附近。这样，在 G20 未来统一意见不能出台的情况下，目前 G20 对财政刺激协调步骤的缺失下，在美、欧、中三大中心的博弈下，同时 2009 年之后的需求逐步回升，油价如果今年维持在如上所谈的 60 美元/桶或以下，那么 2009 年之后的一年左右的时段内将极有可能迎来一轮飙涨。这一飙涨的时点在以上预测中是没有出现在 2009 年的，同时认为非 OPEC 产油国年内是不大会呼应 OPEC 协同减产要求的，这些重要判断依据需要我们进一步跟踪，目前已有美国、英国、瑞士、日本采取了定量宽松的货币政策，而且欧洲央行在上一周明确表示

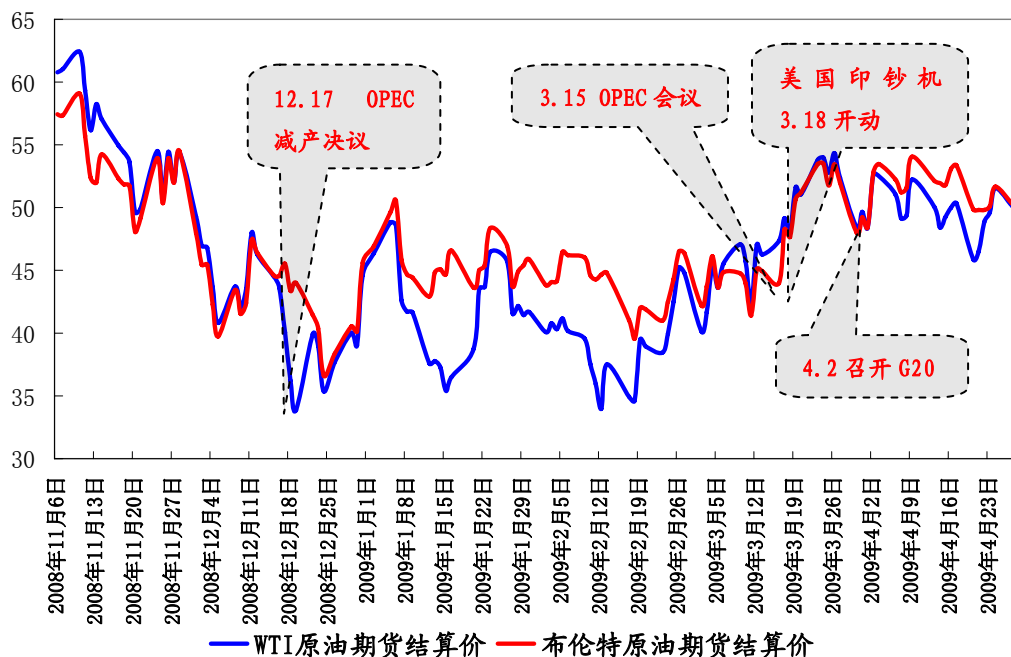
将考虑非传统融资手段，虽然仍需要观察具体步骤细节以及在实行过程中与世界其它主要经济体的互动协调，但可以说我们完全不排除将我们的预测提升的可能。

图表 5. 近年原油与美元走势联动图示



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 6. 原油半年走势关键点图示



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

2. 化工直接相关政策分析

政策与化工直接相关主要在于投资、税收、产业政策及环保限制等几大方面。可以说通过对这些类别的政策归总，我们看到投资虽然没有放弃，大型石化项目规划仍在进行，但是已有项目延迟，甚至有些处于取消边缘，比如武汉华中炼油基地等，而更多的有关化工的投资隐含在了其他几大重点投资领域，比如汽车零件中的塑料业、轮胎业，基本上投资方向可以看到一个总量不减、表述淡化的这样一个过程。在税收领域基本上也是如此。

大石化领域的产业政策导向目前短期基本可以四个词代替：“农业、规模、污染、规范”。农业问题是中国的基本问题和根本问题，这是不得不认真对待的问题，而化肥是农业的必需，这使得化肥生产与供应在中国化工业占据特殊地位：几乎每年都有相应文件要求保证春耕用肥，而也正是由于化肥的基础性，使得政府不断对价格相对国内较高的钾肥价格喊停，这个词不但是一个短期目标，长期也将是化工业的主要任务之一。

规模化企业是近期来国家主要扶持对象，其中包括中石化、中石油，对它们的扶持主要体现在制度设计上给与其一个稳定的最低收益，联系两个公司加快对外兼并，我们可比较清晰的看到国家期待通过企业参与全球资源分配的意图，这也在长期有利于企业对上下游、竞争对手等的整合。

污染是中国发展亟待解决的问题，面对产能过剩的行业，今年3月份的优惠电价喊停显示了政府绝不会因为保增长而全面放开对污染防治的要求。

但是PVC期货的获批，又告诉我们调结构短期内仍必须服务于保增长，而保增长。所以我们认为保增长仍是至少未来一两个季度的主线。结构调整的集中体现将在我国经济走势完全明朗的三季度或四季度之后。

图表 7. 近期主要化工相关政策、动态

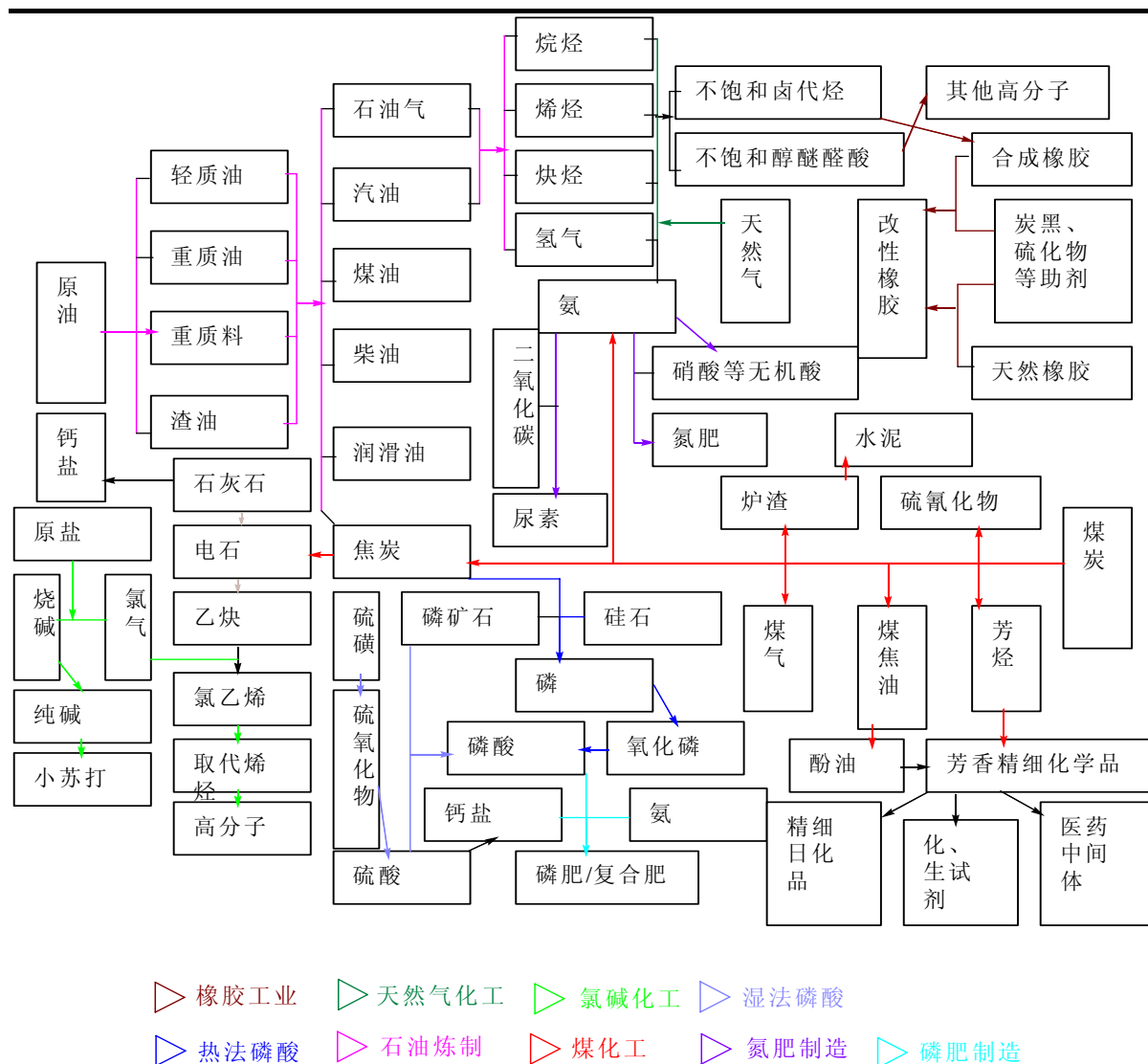
主导机构	动态	时间	原因	产生效果及期待效果
发改委	4 万亿元投资的重点投向和资金测算	2009 年 4 月 12 日	国家振兴规划投资去向及效果说明	石化行业在 4 万亿投资中所占比例达 9.34%
国务院	关于实施成品油价格和税费改革的通知	2008 年 12 月 18 日	建立完善的成品油价格形成机制和规范的交通税费制度	促进节能减排和结构调整, 公平负担, 依法筹措交通基础设施维护和建设资金
发改委、民航总局	暂停收取国内航线旅客运输燃油附加的通知	2009 年 1 月 14 日	切实保护消费者合法权益	自 2009 年 1 月 15 日起暂停收取国内航线旅客运输燃油附加
财政部、税务总局	油气田企业增值税管理办法	2009 年 1 月 19 日	加强石油天然气企业的增值税征收管理	自 2009 年 1 月 1 日起, 油气田企业与非油气田企业间生产性劳务不缴纳增值税; 油气田企业间应缴纳 17% 增值税
改革委	关于提高成品油价格的通知	2009 年 3 月 24 日	完善成品油价格形成机制, 保障各方合理收益	国家储备用汽、柴油供应价格每吨分别提高 290 元和 180 元
发改委、财政部	关于改革化肥价格形成机制的通知	2009 年 1 月 24 日	化肥市场定价为主, 保化肥供应, 保粮食安全, 保农民利益	自 2009 年 1 月 25 日起, 取消钾肥外的化肥价格限制; 完善化肥淡季商业储备制度; 完善农资综合补贴调整机制;
发改委	完善钾肥价格管理政策的通知	2009 年 2 月 6 日	为适应国内外钾肥市场形势变化, 保障钾肥供应	2009 年 2 月 10 日起建立钾肥价格备案制度
农业部、工信部、公安部等六单位	2009 年全国农资打假专项治理行动实施方案	2009 年 2 月 12 日	加强农资打假和监管工作, 促进农资市场持续好转	农资市场规范、回稳
工信部	关于加强农药生产准入管理规范农药市场秩序的紧急通知	2009 年 3 月 7 日	为维护农药市场环境, 加强农药生产管理, 保证农业用药需要	农药市场规范、回暖
发改委、工信部、财政部等十单位	关于做好当前春耕化肥供应工作的通知	2009 年 3 月 18 日	保证春耕化肥生产供应, 促进农业发展和农民增收	化肥收储增加
国务院、财政部、商务部、工信部	关于加大家电下乡政策实施力度的通知	2009 年 2 月 26 日	为充分发挥家电下乡政策作用	扩大家电下乡补贴品种, 增加到 10 类; 将原来每户每类家电下乡补贴产品限购 1 台调增至 2 台
工信部	推进“信息下乡”活动的意见	2008 年 4 月 18 日	完善农村信息服务平台	实现村村通电话, 完善农村信息服务平台
财政部、税务总局	关于提高部分机电产品出口退税率的公告	2008 年 12 月 29 日	为实现机械电子产品的更好出口, 改善外贸产品结构	密封垫、铁道零件出口退税提高到 17%; 光纤、光缆、照相机、胶片等光学产品出口退税调高至 14%;
财政部、税务总局	关于提高纺织品服装出口退税率的公告	2009 年 2 月 5 日	为提高企业竞争力, 保证外贸合理发展	从 2009 年 2 月 1 日起, 将短纤、长纤、无纺布出口退税率提高到 15%
发改委、电监会、能源局	关于清理优惠电价有关问题的通知	2009 年 2 月 25 日	为维护正常市场秩序, 促进经济又好又快发展, 保证宏观调控的顺利实施	3 月 15 日前应全面坚决取消各地自行出台的优惠电价措施
财政部、税务总局	关于提高轻纺 电子信息等商品出口退税率的公告	2009 年 3 月 27 日	缓解电力企业成本压力, 调整产业结构	自 2007 年 4 月 1 日, 聚氯乙烯等塑料、部分橡胶及其制品出口退税率提高到 13%; 甲醇、部分塑料及其制品出口退税率提高到 11%; 碳酸钠等化工制品出口退税率提高到 9%; 钙的次氯酸盐、硫酸锌的出口退税率提高到 5%。
财政部、税务总局	实施清洁发展机制项目企业减免税优惠	2009 年 3 月 23 日	支持节能减排, 清洁发展	追溯至 2007 年, 企业实施 CDM 项目的所得税收减免
证监会	批准大连商品交易所开展聚氯乙烯 (PVC) 期货交易	2009 年 4 月 15 日	保证 PVC 产业平稳发展、产业转型	5 月份 PVC 期货合约有望交易, 有利产业投资者套期保值、规避价格波动风险

数据来源: 各政府机关网站、山西证券研究所

3. 站在黎明边缘的化工行业

3.1. 化学工业基本产业链

图表 8. 基本化工产业链



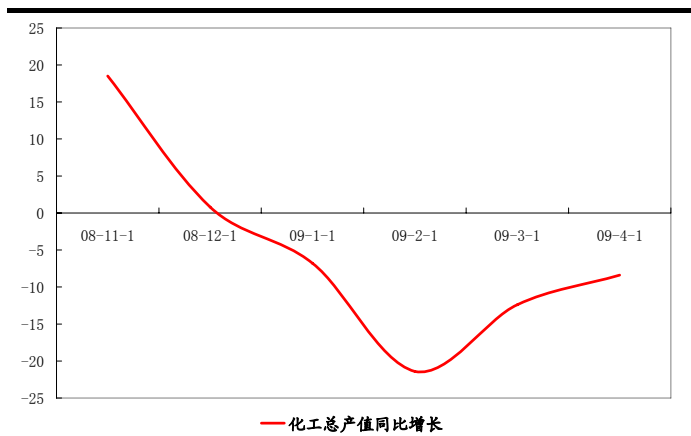
数据来源：山西证券研究所

3.2. 产值、产量、利润环比逐月回升

不久前由国家统计局公布的我国一季度宏观数据给全国带来即将离开金融危机及周期性底部的无限憧憬。作为在国民生产总值中占比超过 20%的大化工，无疑也对这份相对亮丽的成绩单做出了应有的贡献。

化工行业协会统计的全国石化化工行业总产值和一季度数据一样产值同比虽然仍是负增长，但负增长告别了两位数，同时环比也是连续三个月上升。

图表 9. 石化化工行业（CPCIA）工业总产值同比增长率



数据来源：中国石油和化工经济数据快报、山西证券研究所

在依据申万行业分类，我们选取统计的 60 个不重复的子行业中，在化工行业相对底部的 2009 年前两个月，就已经有 7 个二级或三级子行业利润环比增长，10 个二级或三级子行业利润同比增长，20 个二级或三级子行业利润同比增长率环比增长。在石化协会经济形势分析会发布的信息显示，占据行业近一半权重的中石油、中石化、中海油、中国中化、中国化工等五家央企实现了利润同比增长 13.2%，环比增长达 165%。

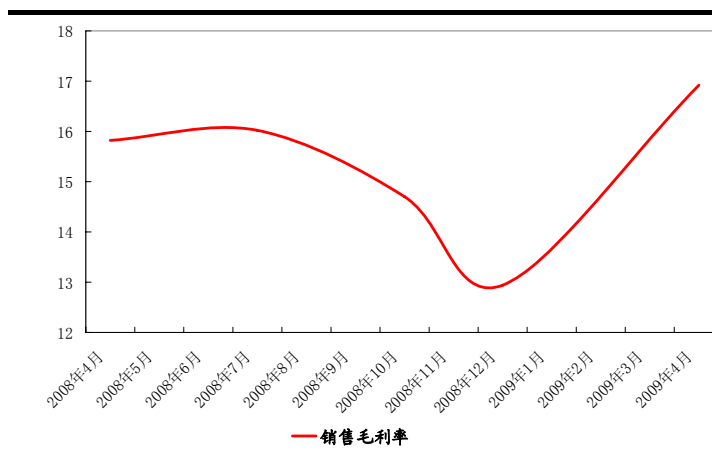
图表 10. 截止 2 月利润同比增长的子行业（申万分类）

环比增长	子行业	精炼石油产品制造	合成橡胶制造	合成纤维单体	口腔清洁用品制造
	2008-11	-1,483.84	-24.36	-143.50	-41.43
	2009-02	155.68	-23.00	86.35	19.12
	子行业	腈纶纤维制造	塑料丝绳及编织品	日用塑料杂品制造	
同比增长	2008-11	-1,375.79	15.95	2.49	
	2009-02	-76.79	23.12	27.60	
	子行业	有机及微生物肥料	林产化学产品制造	塑料鞋制造	橡胶板管带
	2008-11		59.89	27.25	22.39
同比增长	2009-02	51.58	55.51	26.09	10.18
	子行业	塑料板管材	塑料包装箱容器		
	2008-11	19.99	14.20		
	2009-02	15.96	7.29		

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

依据证监会分类的上市化工公司的销售毛利率在经过两个季度的下滑超过 3 个百分点之后，目前一季度的数据显示强劲回升近 4 个百分点。

图表 11. 上市化工公司（CSRC）销售毛利率回升



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

而在整个一季度，依据石油化工协会统计，石油开采、石油炼制、化工三个行业的产值都是环比递增的，即便是化工的 8 个细分行业里，除化学矿采选业之外的其他 7 个细分行业产值也是环比增长的。

而如果以量价来看，那么对于大化工而言，更是可以将一季度冠之以“小阳春”，在我们跟踪的，包括周报列举的几乎涵盖所有大类品种的 60 余种化工产品中，自去年底的低谷以来，价格上涨幅度大多在 20% 以上。而相关产品，如丙烯、汽油、甲醇、轮胎、草甘膦、黄磷、磷肥二铵、氯碱等等的开工率及产量都较去年底有了较大程度的提高。而更为关键的是量价齐升的局面大多是环比递增的。仅以 wind 统计的 44 类化工产品再加上三大类成品油共 47 个产品统计，2009 年前三月，产量环比递增的有 38 种，已经达到同比增长的有 25 个产品，环比递增或同比为正的产品已达到 43 个品种。

但是行业出口形势极其严峻一季度化工行业出口交货值同比下降 24.2%，下降幅度高于全国出口交货值 0.1 个百分点。同时在 2 月份出口略有回升情况下，3 月份出口出口同比降幅较 2 月份下跌 6.4 个百分点，达到 23%。由于国外实体经济远未调整完全，化工行业出口仍面临考验

整体来说，虽然出口恶化状况没有得到改善，而且石化化工大行业在产值、利润双双仍是同比下滑，但毛利率的回升，产量、价格、利润等的环比、同比数据已经渐渐让人看到行业止跌反弹的曙光。同时行业整体库存减少、开工率上升也支持我们维持石化、化工行业二、三季度回暖的判断，但同时也维持大化工行业整体全年利润同比下滑约 20-30% 的判断，这是基于以下两种逻辑：原油涨势未展开或缓慢展开，行业产品价格同比低，毛利维持状况下，利润也就同比低；原油价格飚涨，化工成本提高，在实体经济慢于原油价格上涨，打压产品成本，大化工中，化工比重大于石化，因此利润也将同比降低。

3.3. 产能过度扩张的调整未结束

过去的近 5 年，全球化红利展现，世界经济保持高速增长，使得投资始终保持一个亢奋状态。发达国家虚拟经济带来的需求增长，同时发展中国家迅速成长，世界化工产能急剧提高，在需求的泡沫随着金融危机的展现而破灭时，产能扩张之殇令人扼腕。虽然不少新项目规划已经开始延迟、消减或删除，但是由于石化、化工投资的周期性，目前仍有不少在建产能，只有当这些产能的释放被市场消化之后，产能过剩与行业景气度的调整才能到位，参考历史，这也就是实体工业在完全市场下的行业周期的原因。因此，我们认为世界化工的仍远未走出底部。

图表 12. 世界部分产品的 2010 年产需预测：万吨

产品	合成氨	尿素	乙烯	甲醇	PVC	乙二醇	纯苯
产能	19547	18570	15500	7023	5140	2800	4980
产能年均增长	3.50%	5.50%	6.80%	9.96%	5.20%	9.49%	3.51%
需求	16862	15060	13300	4520	3824	2110	4394.4
需求年均增长	2.79%	2.91%	4.90%	5.30%	3.00%	5.19%	2.41%
平均开工率	88%	91%	93%	80%	85%	85%	90%
产量	17201	16899	14415	5618.4	4369	2380	4482
产量过剩比例	2.01%	12.21%	8.38%	24.30%	14.25%	12.80%	1.99%

数据来源：山西证券研究所

作为发展最迅速、居民消费最有潜力、制造业最发达的中国，在这一轮全球经济增长中扮演着重要角色：全球产能转移的接收端。我国化工行业在这一背景下，产能扩张迅猛，必然也要经历一番调整。但是我国消费需求作为一个潜力，仍未释放，同时在危机之下，我国低端低成本产品的替代效应逐渐展现，使得我们认为作为整体的石化化工行业能够较国外提前复苏。

图表 13. 我国部分产品的产需统计、预测：万吨

产品	原盐	盐酸	硫酸	硝酸	苯酚	苯胺	丙酮
2008	产能	6450	1246	7000	290	70	135
	需求	6380	768.7	5285	209	100	93
2010	产能	8500	1335	7820	335	195	170
	需求	8000	847.5	5945	241	150.5	108
产品	纯碱	烧碱	甲醇	乙酸	甲醛	二甲醚	乙二醇
2008	产能	2300	2580	2500	505	2080	580
	需求	1765	1667	1250	190	1190	300
2010	产能	2750	2920	6000	830	2800	1100
	需求	1960	1890	2200	240	1300	350

数据来源：山西证券研究所

注：2008 产需统计数据依据截止 2008 年 12 月 16 日以前公布信息所得

3.4. 结构调整，产业升级是必由之路

在承接世界产能，成为世界化工大国的同时我国石化、化工行业产能扩张以低端为主，虽然中国化工产品在世界化学品贸易中占据了越来越大的份额，但是我国化工品出口仍大多集中于低端原料化学品。这使得我国化工出口呈现收入利润增长差别大的状况。这也只有提高产品品质、开发高端产品。

在低端产能国内逐渐饱和的状态下考察我国石化化工类产品进口量，我们可看到：由于同质低端竞争导致的异氰酸酯、ABS、丁丙橡胶、有机硅等深加工产品进口数量较多；由于国内资源所限，如钾肥、硫磺、金红石型钛白粉、天然橡胶等原料随着肥料、涂料等下游产能扩大，进口也较多；此外由于资源分布以及世界范围内产业分工而致的石油和石油相关的基础合成材料如乙烯、丙烯、苯乙烯等的单体及初级聚合物的进口也较多。

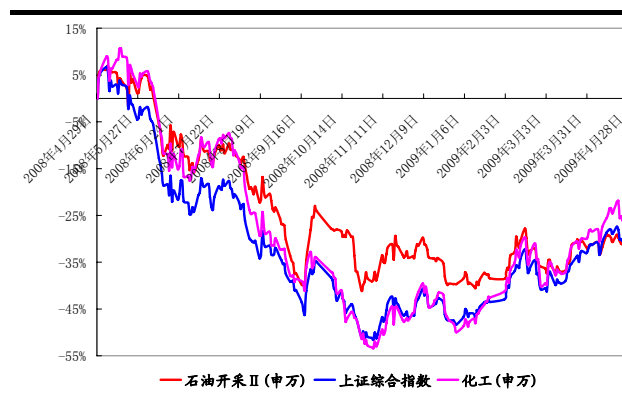
前一类进口量是由于技术、工艺、产能倾斜导致的，是化工产业在外贸恶化中一块可以通过产业转型释放产能的新天地。后两种情况因资源所限，如甲醇生产成本，中东气头远低于我国煤头，这是我们无法改变或乐于成见的，也可以通过产业升级，开发新产品获得新的市场份额。后两种资源限制的状况也可以通过走出去，通过完善上游产业链的方式进行产业升级，达到降低成本，提高竞争力，获取更多市场份额的目标。

总之，苦练内功，产业升级是我国化工企业必由之路。

4. 领先大盘的化工板块

正是由于我国宏观经济以及化工行业均有见底的迹象，使得作为周期性很强的化工板块乃至制造业整体在过去的四个多月的阶段性涨幅上都要高于大盘。

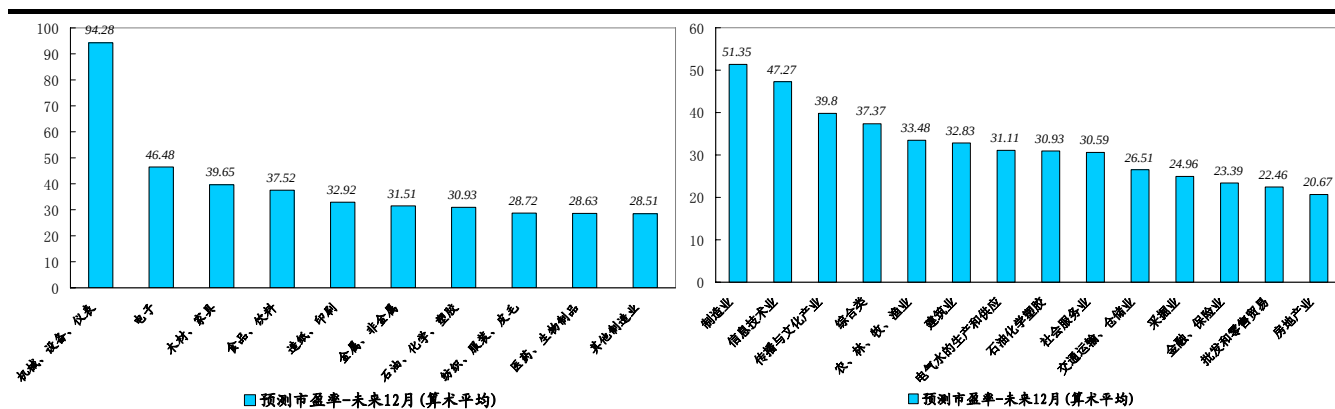
图表 14. 化工板块一年以来上涨幅度强于大盘



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

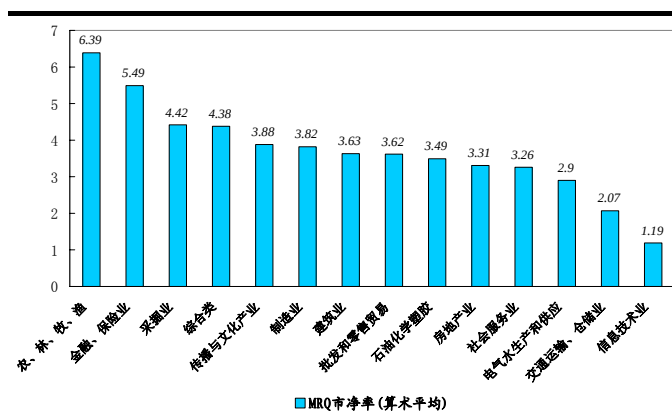
化工板块由于 2008 年成本高企，盈利状况不佳，使得当前的静态市盈率很高，但以 2009 年的盈利预测来计算，目前化工行业的市盈率估值水平在制造业中位居中下游，而以整个市场来看估值也是属于合理或偏低的。

图表 15、16. 化工板块 2009 年预测市盈率位居制造业和整个市场中游



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 17. 化工板块市净率位居整个市场中游



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

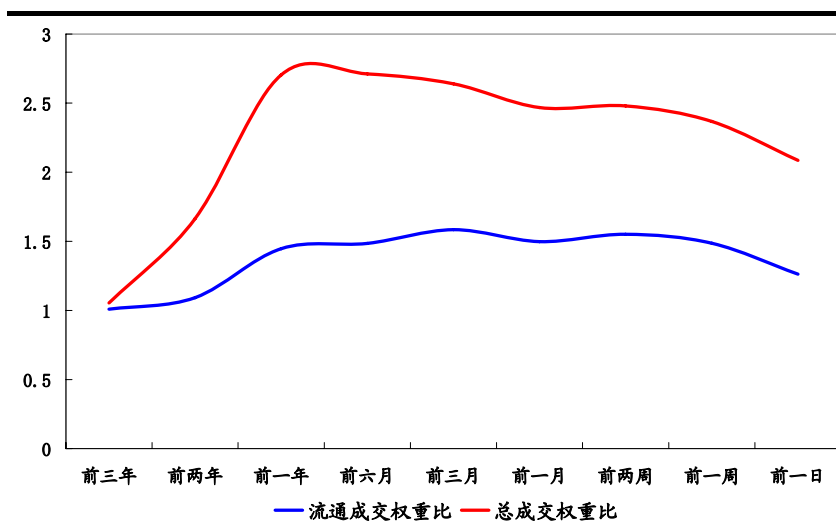
目前化工板块约占总市值的%，而流通市值上化工板块的权重是%。对应阶段上涨区间，其交易金额占当期交易金额的权重都要大于这一数值，则必然更大于当时化工板块的市值权重。显示了化工行业是市场的热点之一。

我们以板块期间交易量/期间市场总交易量的值为当期的**板块成交量权重**，又以板块流通市值/期间总流通市值为当期的**板块流通市值权重**，又以板块期间市值/期间总市值为当期的**板块市值权重**。如果是一个机会均等、没有

市场热点的证券市场，长期来看，**板块成交量权重与板块流通市值权重或板块市值权重相等**，在全流通市场上，三者都相等。

我们以**板块成交量权重/板块流通市值权重=板块流通成交权重比**，以**板块成交量权重/板块总市值权重=板块总成交权重比**。那么**板块流通成交权重比或板块总成交权重比**数值越高，当期的板块资金关注度越高：高于 1，则表明该板块是市场热点，低于 1 则是市场的盲点。

图表 18. 化工板块成交权重比（板块成交量权重/板块市值权重）高于 1



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

注：权重对比数值均为当期值

可以看到，无论是**板块流通成交权重比**还是**板块总成交权重比**，虽然近期有小幅下滑的趋势，但化工板块都是远高于 1 的，整体来说化工板块目前仍是市场的热点之一。而且对比近三个月来的其他资金重点活跃行业，如房地产、机械、农业等板块之所有会有如此优异的表现，我们可以看到与我们年初判断的短期看投资完全吻合，同时由于市场流动性的潜藏担忧，使得资源性强周期行业也受到追捧。由于投资主题在今年全年仍将持续，而国民经济的复苏更是支持化工行业的业绩，同时市场流动性在经济未曾真正走出困境，换句话说没有足够的内需增加替代外贸减少之前，流动性的信贷增长是不大可能终止的。故此，我们认为作为典型的资源性强周期行业，化工板块目前是，未来仍将是市场热点。

5. 下游决定化工子行业冷暖变换

化工行业回暖不仅与宏观、油价息息相关，目前宏观经济虽已表现向好迹象，但其可持续性仍需进一步观察；而且由于行业深入国民经济的方方面面：子行业众多，这些子行业由于交错的、不同的上下游，这既使得行业景气难于简单判断，也使得各个子行业景气度相差较大：

5.1. 车辆消费的拉动利好轮胎、石油炼制、工程塑料等产业链

汽车行业的兴旺关系着化工众多产品的景气度：作为汽车燃料的成品油，以及提高汽油性能的汽油添加剂；作为汽车发动机箱、保险杠、座椅的工程塑料；作为坐垫、内部衬饰的聚氨酯软泡；作为保温、隔音、防震的硬泡聚氨酯、泡沫塑料等；作为减震设备的橡胶减振子；作为汽车重要配件的轮胎；作为车灯罩的有机玻璃；作为汽车玻璃生产原料的纯碱、无机盐等等。

汽车产业振兴规划的出台明显使得汽车产销量在1月初达到冰点后开始回升。客、货车产量同比增长远高于轿车产量同比增长，显示物流的强大增长潜力，而货车产量的环比逐月增长显示加大基建投资及信贷已经部分见效。

在汽车产量同比增长的过程中，汽车产品结构也出现了结构调整的有利信号：小排量轿车、客车产量同比增长回暖速度远高于大排量汽车。大排量汽车在3月份的同比猛增也不能改变这个信号的真实性的，因为大排量汽车在我国汽车格局中占比非常小。

通过考察交通运输客运量和货运量的变化，我们可以看到公路运输在货运市场占比正在逐渐增加，并且公路货物运输量同比增长已经由年初的接近-8%提高到近10%，既显示了工业的强劲恢复，而且显示了在低油价、多公路、缺车皮的条件下货物运输结构向着有利公路货运的方向发展。而短期之内我们认为这一结构变化仍将持续。而在客运量上，虽然因为春节效应，民航、铁路同比增长下滑要慢于公路客运量，但是我们要注意到当前公路运输是客运的绝对主要方式，这从公路客运量同比增长变化与全部客运量的同比增长变化几乎完全重叠可见一斑。而且公路客运量虽然下滑，但下滑速度正在放缓，而且公路客运量同比增长仍维持在近10%。伴随我国国民收入的提高和物流领域的通畅，人员流动应该能保持一个高于GDP增长率的增长。

汽车与物流业的强劲恢复，尤其是节能轻量化的趋势让我们可以大胆看好减轻车重的相关工程塑料。汽车振兴规划细节中特别提到要加快兼并重组，扶持零件制造业的龙头企业，作为国内专业于汽车保险杠、发动机罩等汽车构建的零件龙头，**武汉塑料**具有合并重组强烈预期，我们推荐重点关注。

除了普通车辆之外，力车行业产量的上升也是很明显的，其中起重机、挖掘机等受益基建的开工，产量增长迅速。而铲土机等虽然在基建领域也必须用到，但由于另外一个主要应用领域——矿山开采方面随着煤炭等资源两需求的下降，目前产量同比增长幅度要低于起重机等力车设备。

由于汽车业的渐渐回暖，作为重要配件和消耗品的轮胎产业链受益明显，**风神股份、双钱股份、黔轮胎**等轮胎企业在 2 月份之后基本满负荷生产，而且新建产能规划基本上没有消减。天然橡胶和大宗合成橡胶产品的 90% 左右用于轮胎生产，中国轮胎行业的景气状况使得国际天然橡胶面对世界萎缩的需求，在目前的橡胶相对产能淡季，虽然没有迎来一贯的季节性价格上涨，但在泰国延缓收储 20 万吨的情况下，也基本维持住了价格。而我国在执行橡胶收储计划之后，橡胶生产更是出现了一个井喷。轮胎生产除了橡胶之外，帘子布、炭黑等也是必不可少的重要原料，这些原材料产量也跟随轮胎产量的提升而增长。

从这些产品产量同比增长止跌回升的时点上看：我们看到子午化轮胎与轮胎外胎总量回升的时间基本一致，而且子午胎回升的速度略快于轮胎外胎，但在 3 月份的时点上，外胎整体增长速度赶上了子午胎，我们可以得出子午胎、斜交胎的比例基本维持，而且子午胎的比重仍在缓慢加大，但是在 3 月份，农用车及大型斜交胎的产量释放使得子午胎比重又重新回到年初水平。帘子布产品是轮胎生产中需要及时应用的，产品周转周期短，使得帘子布在轮胎生产之后立刻得到启动。而橡胶产品作为一个国内整体上需要进口的资源类产品，同时也是轮胎制造的主体原料，产品的备货量相对较大，这使得橡胶包括合成橡胶启动时间要晚于轮胎近一个月，而且由于原油价格下降、利润回升、库存补足等原因，合成橡胶企业开工积极，使得刹那产量同比增长飙升。

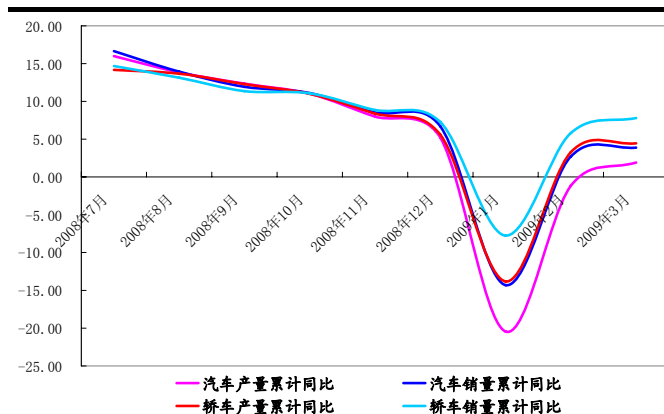
随着汽车下乡的逐步深入、基建投资的逐渐展开、物流领域的快速发展、外贸需求的渐次回暖，轮胎行业的持续发展可以期待。只是在这些发展中，一些结构性的变化将展现：小型子午胎、客车斜交胎、力车斜交胎等需求将逐步展现。据此，我们推荐关注品种齐全、估值较低的**黔轮胎**，产品小型化受益的**S 佳通**，作为轮胎必须产品炭黑的龙头——**黑猫股份**等。

当前汽、柴、煤油产量均逐月环比增长，3 月份汽油产量累计同比增长已高于 2008 年同比增长 5% 左右的均值。煤油累计产量也基本与 2008 年持平。成品油产量增长的原因基本可以归结为：原油价格整体同比下降、成品油定价机制改革使得成品油生产商利润空间增大且稳定，生产意愿加强；汽车产业振兴计划见实效，汽车下乡促销售增长，基础建设物流及动力燃料提升，这些使得成品油生产商下游需求的提升，也提升了生产商的生产意愿；石化规划炼油产

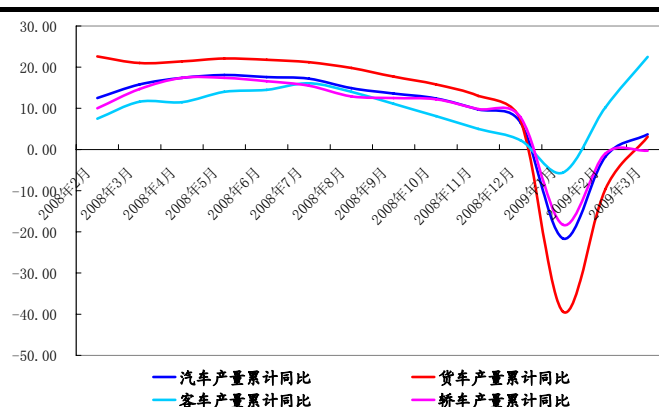
能渐渐提高，为保证折旧摊薄的合理水平，生产商有加大开工率的意愿，这使得产量必然提升。可以说这产能、需求、利润的原驱动在今年内仍将能够保持，因此我们 2009 年长期看好石油炼制行业吗，推荐关注正积极进行海外兼并、受益成品油定价机制改革的中国石化、中国石油，以及其他涉及石化炼制的企业如 S 上石化、茂化实华等。

从 2 月份之后的汽油产量同比增长幅度要高于柴油和煤油的情况，我们可以得出当前生产商生产意愿主要来自下游需求的变动。因为目前的需求结构中，从来自汽车的增长幅度要高于来自力车机械的，这使得汽油需求增长在当前居于主要地位，这就使得生产商不得不适应市场变化调整汽柴比，将汽油在成品油中的比重提高。

图表 19. 汽车产销量回升

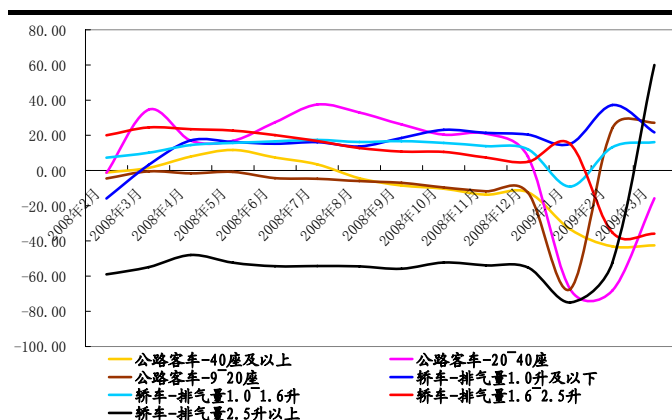


图表 20. 客、货车产量回升更明显

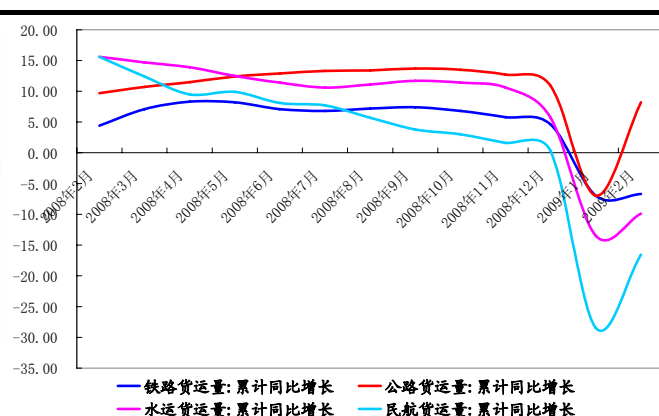


数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 21. 小排量车型产量回升最明显

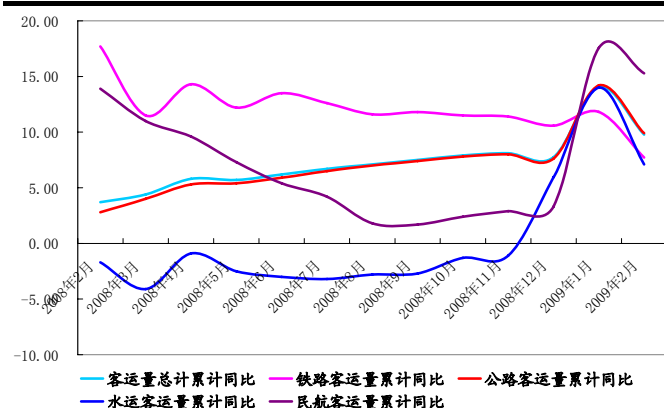


图表 22. 公路货运量增长明显

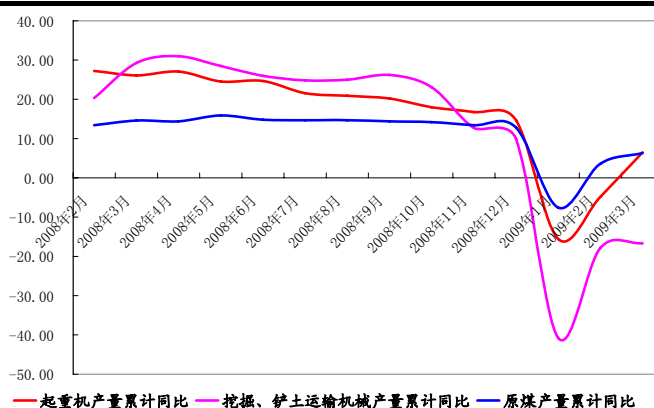


数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 23. 公路客运量决定了客运总量同比增长下降趋缓

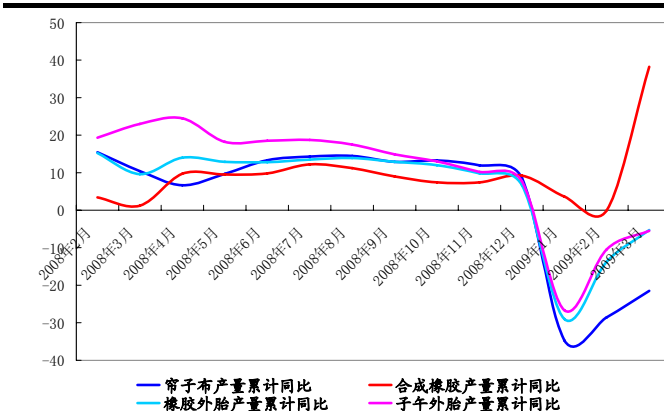


图表 24. 力车产量增长基础稳固

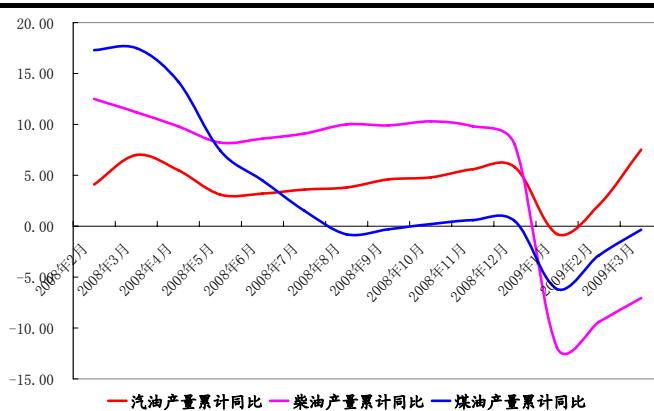


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 25. 轮胎产业链轮胎-帘子布-橡胶产量渐次受益回升



图表 26. 成品油产量受益环比逐月回升



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

5.2. 纺织服装短期之内颓势难于扭转，皮革、化纤行业有待进一步调整

纺织服装我国产能过大，外贸比例占比较高，在世界经济危机演化深入的条件 下，服装业短期内需求的低迷状况难以扭转。

在 2009 年 1 季度，服装业成为少数的同比增长逐月递减的行业。纺织业布匹产量在年初 1、2 月份有一个较大幅度的同比增长，但在服装业需求不振的影响下，纺织布匹的开工率迅速降低，产量环比增长停滞。

虽然纺织服装业的振兴计划出台，相关出口退税率大幅提升，但这只是保证了相关企业的利润的提升，保证了产品的供给，但出口退税率自去年底以来提升幅度不过 4-6%，也就是说在价格变动上给予了相关公司 5%左右的降价空间，即便考虑由于油价带来的成本下降，目前服装业公司相比去年四季度价格

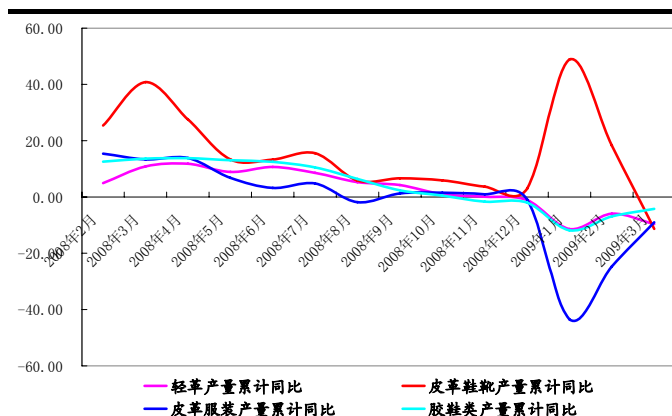
至多只有 7-10%的降价空间，那么在价格下降的不明显下，对经济前景的担忧，需求的增加不会很明显。在外需回暖之前，内需无法承接全部产能的服装业只有经过产能精简调整、外销结构调整，产能迎来行业的又一轮增长。

服装业是化纤业的主要下游，主要的纺织用纤维腈纶、氨纶、锦纶、涤纶等短期内都将处于景气低谷。但是纺织产品总量上预计同比略增，而高档、低污染的织物占比随着厂商生产转型比例会越来越大，这样高档染料预计将同比有所增长，而产品属于精细化学品，利润率上也比较有保障。故此，我们看好高档染料龙头的**浙江龙盛**。

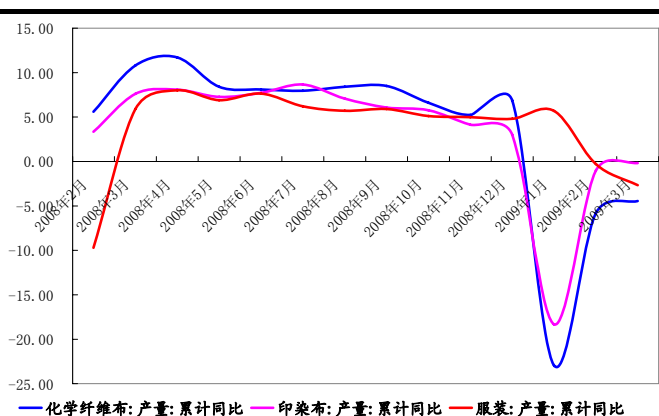
而同属大服装业的皮革类、鞋类制造业也是遇上同样的外贸占比大、国外需求恢复慢的问题，目前产量均同比萎缩 10%，而且皮革产品产量增长环比下降，其中下降最快的是目前轻革用量最大的皮革鞋靴，考察皮革鞋靴产量同比数据，我们可以看到年初时皮革鞋靴的产量同比增长创出了一年来的最高点，经过连续 2 个月的环比下降，我们基本可以确认年初的同比增长峰值来自下游的去库存化完成后的补仓。

相比皮革类产品，胶鞋类产品是目前同比增长最高的，而且环比逐月增长。通过比较，可以看到自金融风暴全面爆发的 2008 年 9 月中旬之后，这样的两类产品在同比增长的方向性上完全相反。由于胶鞋一般是休闲鞋、运动鞋，适合于一般性场合，价格一般较便宜，而皮鞋相对一般多用于正装鞋，多用于正式场合，价格也相对较高。这样，我们认为两者的产量增长的不同方向反映的是国际就业市场的没有好转和鞋类消费倾向低端的事实。基于世界经济短期内难于快速转暖，我们认为作为低端替代产品的胶鞋市场未来有可能同比增长，相关浆料、聚氨酯软泡产品将受益。推荐关注尿素、TDI 协调发展的**沧州大化**。

图表 27. 皮革产品产量环比下降缩小，胶鞋产品环比上升



图表 28. 纺织服装类产品仍处于景气度低谷期



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所



5.3. 建材、基建市场一片大好，民爆、沥青、工程塑料、基础化工原料等行业将受益

我国积极的财政政策得到的最直接的效果就是基建、工程的开工建设加速，这直接带来民爆、沥青等产品的需求。而作为基建配套建设的通信、照明、水务、热力等的需求也被打开，这对于化工行业来说将带来绝缘塑料、工程塑料等产品需求。

同时基建力度加大直接带动了建材产品如钢铁、水泥、玻璃、木材、防火材料、防水材料等等的量价回升。建材产品主要与工程塑料、纯碱、三异丙醇胺等产业链相关。

油价下滑趋势企稳回升，同时进入二季度将迎来基建高峰，我们认为基建建材相关下游的化工子行业业绩环比都将有一个较大提高。

水务、热力等产品主要与居民的刚性需求关联，在基建开工并没有大量开始的1季度，这两类产品产量提升并不明显，只是在水、热相关产品的价格提升下，营业收入增长有所提升。燃气生产由于我国目前的能源结构，使得大多数清洁能源天然气或煤气被鼓励作为居民消费用气，在保证社会稳定情况下，该类产品目前并无明显提价行为，但由于油价暴跌，而天然气、煤炭价格下降相对慢，甚至像天然气价格还上调，工业或居民使用更低价替代的选择，使得燃气自原油等能源价格下跌以来营业收入同比增长不断下降。我们推荐关注燃气供应商**陕天然气**和大型管道供应商的**国通管业**。

基建配套的电力绝缘电缆、通信光缆都保持了较高的产量同比增长，但是电力电缆和绝缘类制品的产量在今年以来环比缓慢下降，这显示了在周期低谷电力需求下降的电力领域投资意愿不强，同时这也是当前基建建设并未全面展开的一个结果，同时也展现了我国电力供给能力以上几年扩张过快。而电信电缆和广义的光缆产量环比也是上升的，这对于一个大力推进信息化和居民信息需求强烈的社会长期是一个必然，再加上由产业振兴计划和3G平台的推出，短期内也是供需两旺的局面。我们推荐关注硅芯管生产厂商**凯乐科技**。

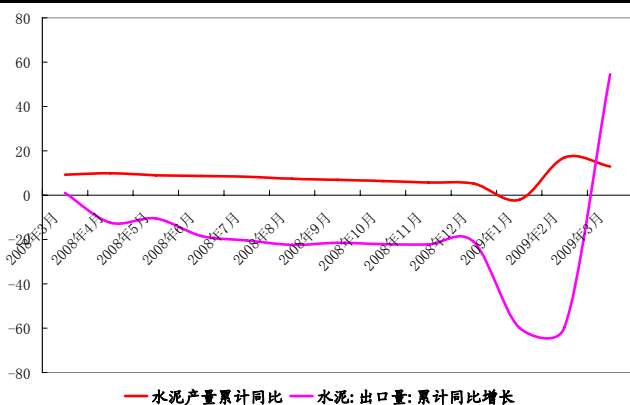
基建产品水泥、玻璃产品受益4万亿刺激规划，目前产量前者同比增长已经超过了2008年的均值，后者产量在当前也与去年同期持平。同时我们也注意到水泥、玻璃产品出口量同比大增。这样的一个讯号透露出至少两大方面的信息：一是国内由于建设开工大多在二季度，目前实际需求回升远低于产能恢复，水泥产量2月份左右出现的一个同比增长的波动幅度较小，显示的就是水泥的去库存化并不严重；二是国际需求的上升来自于遍布世界的基础建设拉增长：从非洲的多哥到南美洲的巴西，从北美的美国到大洋洲的澳大利亚，从东南亚的泰国、大马、印尼到南亚的印度，从中亚的哈萨克斯坦到西亚的伊

朗.....。这两方面的信息在 2009 年全年来看都是正面的，一是我国基建开工后，国内需求也将有较大幅度提升，而在国际需求方面，年内经济低迷下，作为救命稻草之一的基建建设是不大可能终止的，而在我国基建产品享有低成本的天然优势下，发达国家环保压力，发展中国家产能限制使得我国产品长期将具有较强竞争力。我们推荐关注作为水泥助磨剂的生产厂商的**红宝丽**。

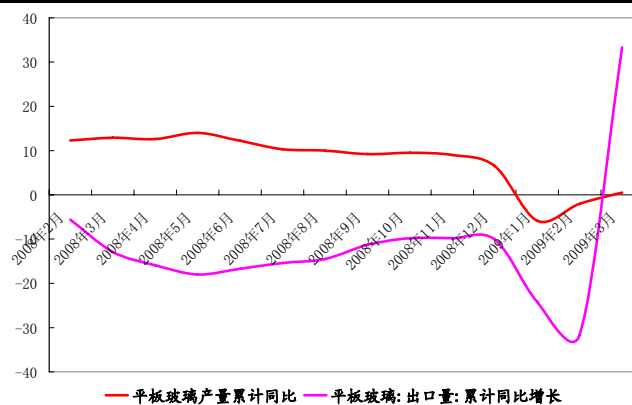
沥青产品主要运用于高等级公路路面铺设和防水材料制备，目前主要上游是原油。目前公路建设加速，基建开工二季度提高，沥青产品的消耗量将加大，而上游的原油价格短期飙涨很难，但慢涨可期，而在慢涨格局，同时又有通胀预期的作用，成品油定价机制下，成品油等其他炼化产品价格的必将随之上调，那么作为炼化产品之一的沥青产品的价格预计也将随之上涨。所以整体上沥青市场我们看到的将是一个量价齐升的局面。我们推荐关注沥青行业的天利高新、**路翔股份**，但由于前期估值较低，同时公路建设中高等级公路比重远大于高速公路，我们更推荐关注**天利高新**。

炸药广泛应用于各种矿山开采、基础设施建设、水电站建设、土石方开挖、农田水利、交通等爆破工程。故此，民爆行业与固定资产投资尤其是基础建设固定资产投资呈强正对应关系。在“十五”期间，工业炸药行业由 128 万吨增长至 240 万吨。获得了 17.02%的年复合增长，对应固定资产投资复合增长 23.4%。在以投资拉动内需以及灾区重建的机遇面前，民爆行业未来需求增长确定，而且我们认为其未来两年内的复合增长应在 10%-15%。炸药及复合肥的需求将使得硝酸铵产能可以得到较为充分的释放。民爆产品自限价可允许上浮 15%以来，依据炸药的基准国家价 4500 元/吨，将出厂价调高至 5800 余元。目前民爆产品价格仍维持高位，但实体经济转暖的缓慢，使得民爆产品价格又有向下调整趋势，我们仍认为未来行业整合深化后价格应在 4930-5130 之间。故此如果国际恶性通胀并未如期而至，今年民爆产品指导价有可能下调，但需求足以支撑行业整体景气度。民爆行业的上游产业链相关产业链如硝酸铵、硝化棉、硝基复合肥、硝酸等产品的无论产量还是价格，我们认为都将有一个提升空间。由于相对稳定的毛利率，炸药行业规模与地域是销售收入和利润的主要体现。故此我们推荐位于西部多山地区，已成功进行了迄今唯一的跨省整合的**久联发展**。而相关上游我们推荐关注硝铵、硝酸主要生产公司**兴化股份**、**联合化工**。

图表 29. 水泥产量受益，同比增长高于往年

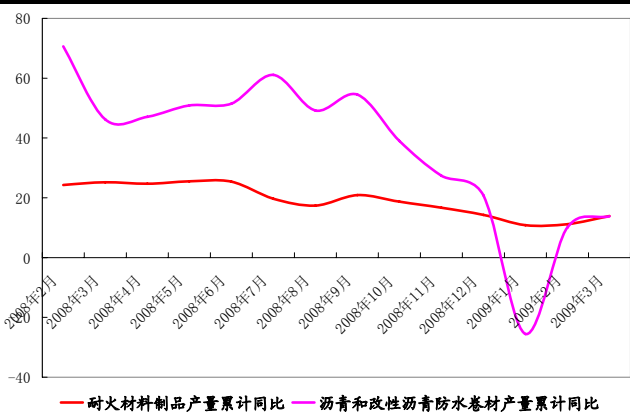


图表 30. 平板玻璃环比逐月上升，产品出口增长迅速

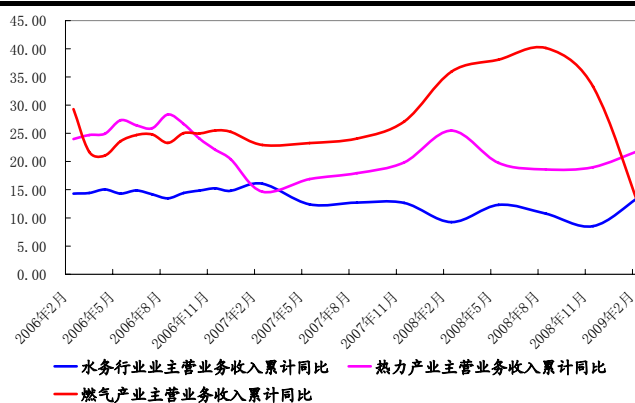


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 31. 耐火材料、防水卷材摆脱年初低谷

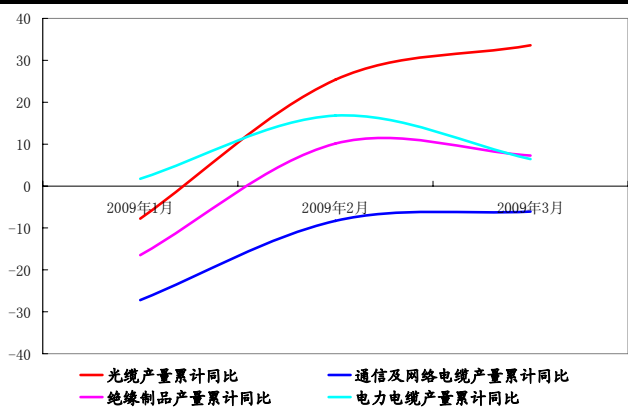


图表 32. 公共事业产品的水、热、气均保持同比增长



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 33. 通信光缆同比增长高于电力绝缘缆



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

5.4. 房地产销售总面积逐月环比增长，聚氨酯、氯碱等行业将受益

房地产是国民经济的重要支柱产业之一，牵涉到超过 60 个相关行业。

在信贷放松下，房地产开发投资总额自 2009 年 2 月以来环比增长明显，商品房销售面积自 2008 年 12 月开始逐月环比上升，而同时施工面积累计同比增长下降。房屋销售量的大幅回升，今年前三月累计销售 1.13 亿平米，已经高过当期的累计竣工面积 0.99 亿平米，更让我们对房地产回暖抱有期待，但是期待终归是期待，房地产市场上升态势的确定仍有许多需要观察的点：房地产投资建筑工程环比下降趋势至 2009 年 2 月仍在持续，而截止 2009 年 3 月房地产安装工程则在维持 35%左右基础上环比略有抬升，显示房地产开发投资额 2 月以来的环比上升中有较大部分是来自对现有房的装修，而不是新房建设，商品房新开工面积在 2-3 月份环比增长为零也支持我们的这一结论；目前销售虽然较为火爆，但是巨大的现房库存短期内半年内难以消化；房地产竣工面积虽然环比下降，但是同比增长仍维持在 27%的高度，远高于目前销售额 12-13% 的同比增长；而施工、新开工面积虽然同比增长速度有所下降，但这一数据是建立在房地产建设最膨胀的时间段之一的 2008 年 1 季度上的，所以施工、新开工面积均远大于销售量，2009 年前三月施工面积 17.87 亿平米，新开工面积 2.21 亿平米，让我们认为之后的市场供给量短期至少 7-8 个月仍是相当充裕的；而至多在 5-6 月之后，第一批保障住房即将交割，这将对商品房市场带来冲击。

但是，伴随过去的近半年的房地产低迷，观望态度下，我国房地产城市化等刚性需求已经积累到一定程度，这也是房屋销售面积出现环比增长的原因，也是支撑中国房地产进一步发展的根本动力。只不过住房需求部分被保障房替代了。

而且作为与房地产关系密切的建筑业自 2008 年中以来的第一次产值产值同比上升，显示建筑业逐步回暖，而建筑业施工面积同比下降趋缓更支持了这一点。

所以我们认为房地产业短期内向上需要确定，但刚性需求的反映已比较明显，随着保障房的投入，今年内包括保障房在内的房屋销售面积应能同比增长 10%以上。

房地产、建筑业自身建设就需要配套的 PVC、PE 等供水、供气管道，外墙保温、内墙隔音的聚氨酯、PS 等泡沫塑料，内外墙的涂料，内部装修基础构件的工程塑料，纯碱主要消费市场的窗户玻璃等等。房地产销售转好，受益最大的是 PVC 和硬泡聚氨酯两大产业链。

纯碱 42%的消费市场是用于制造玻璃，玻璃业虽然有所好转，但是房地产业前景并不是很明朗，同时纯碱产品产能过剩也比较严重，所以我们并不看好单纯的纯碱制造企业。由于资源价值在今年将会有所提高，我们对于原盐价值的提高也持肯定态度，但是由于原盐价格涉及食用盐的价格，在保证稳定前提下，原盐价值预计很难完全展现，而整个盐化工在目前均处于产能过剩和景气低谷的时期，这也对原盐价格形成一个价格压力上线，所以我们带有原盐资源的纯碱企业暂时也只持中性判断。相关企业可适度关注**山东海化**、**三友化工**。

管材在房地产、建筑、基建业中的应用很广，但最主要的是 PVC、C-PVC、PE 等材质的供水、供气管，我们相对推荐关注作为大型管材业龙头的国通管业。而虽然 PVC 期货推出短期能抬升氯碱产业链的价值，而且中远期来说需求上也有逐渐回升的房地产、力度加大的基础建设的支持，但是行业产能极大过剩、无序竞争、原油价格较低下的低价国外竞争产品都让我们对 PVC 产品短期内的真正回暖表示担忧，目前我们同样基于资源价值的重估，只是相对关注资源、技术、规模、管理等方面均处于全国前列的氯碱龙头**英力特**。

聚氨酯材料广泛应用于冰箱、保温材料、汽车及建筑等行业，我国聚氨酯硬泡目前应用于建筑保温材料的不足 20%，但美国市场上聚氨酯硬泡 55%以上被用于建筑保温。我国目前正大力发展节能减排，从美国节能效果来看，建筑用保温材料的发展是必然，而 PS 泡沫无论在保温性还是安全性方面均处于下风。因此我国在去年颁布的相关建筑节能条例中指定聚氨酯材料为建筑保温材料。此外，日前美国研究机构得到的 MDI 板材及刚性建筑构件可以做到无醛无毒，这让 MDI 又拥有了替代 PVC 等板建材的新市场空间。在过去的十余年间，MDI 消费增速大致是同年 GDP 增速的两倍，基于对国民经济及节能行动的看好，我们看好聚氨酯市场的发展。推荐关注聚氨酯黑料 MDI 龙头**烟台万华**、聚氨酯白料聚醚龙头**红宝丽**。

图 34. 国内 06 年聚氨酯硬泡消费结构

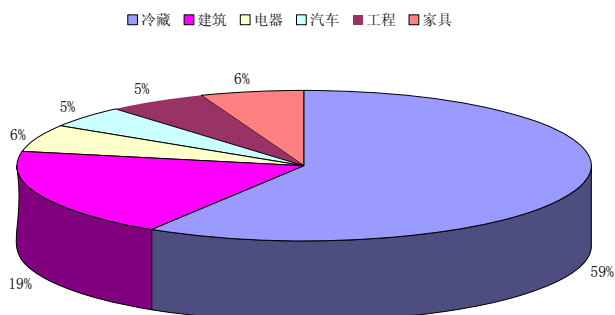
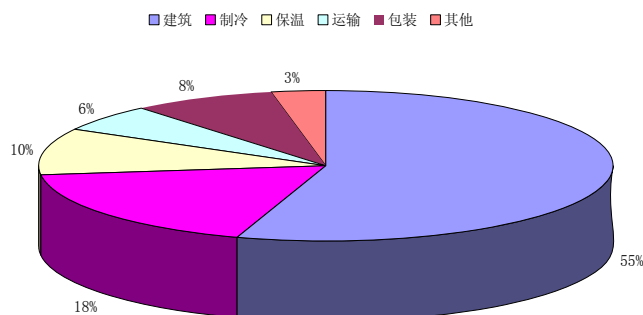


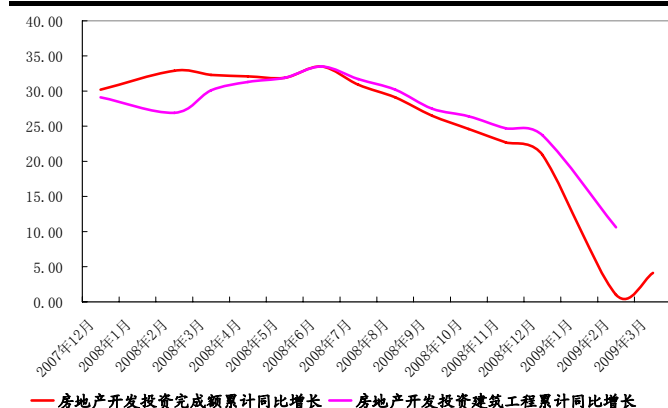
图 35. 美国 06 年聚氨酯硬泡消费结构



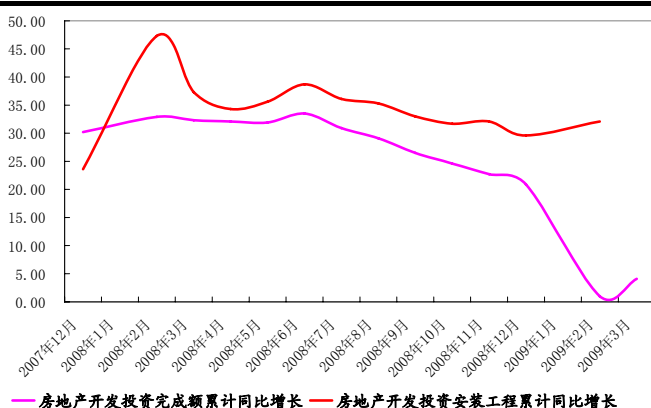
数据来源：环球聚氨酯网、山西证券研究所

房地产业可带动家具、地板等装修行业产品的增长，而这两大类产品对于化工行业而言最大的需求是涂料油漆和粘合剂。但是我国家具、地板业也是典型的外向型行业，远不能以国内房屋需求来衡量：在地板、家具两类行业除了人造板环比增长外，其他产品不是环比下降就是环比为零；通过对比我国原木进口量的同比变化，我们可以看到 2009 年 1 月，地板、家具、原木三类产品的量的同比增长率均出现一个同向向上的反转；而在 2009 年 2 月这三类产品环比增长再次出现一个同向向下的变化，其中人造板地板环比增长放缓、复合地板环比下降、家具与实木地板环比为零，而原木在这一时间内也出现环比增长放缓；刨除矿山需求的减少，虽然原木需求仍在环比增长，但该增长幅度在变缓，而且原木需求同比减少过大，显示来自家具、地板、内饰等方面的需求仍是处于同比增减边缘，未来海外经济的恢复和原木需求同比增长不达到一定高度，我们认为家具、地板业难以确定是否真正好转。依此，我们认为主要下游为房地产和家具的粘合剂而言，2009 年面临的需求增长将在 8% 以下。这对甲醛等产品来说不是一个很好的消息。

图表 36. 房地产建筑工程同比增长略高于投资总额

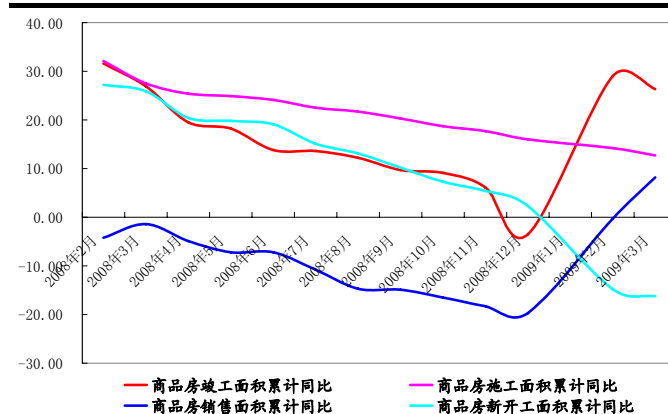


图表 37. 房地产安装工程同比增长原高于投资总额

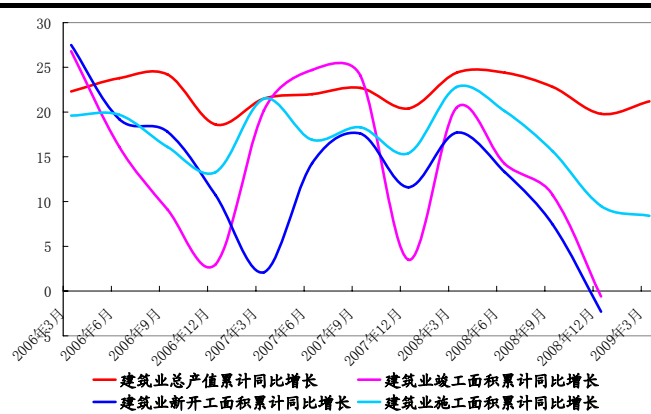


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 38. 商品房建设供给同比增长仍高于销售需求

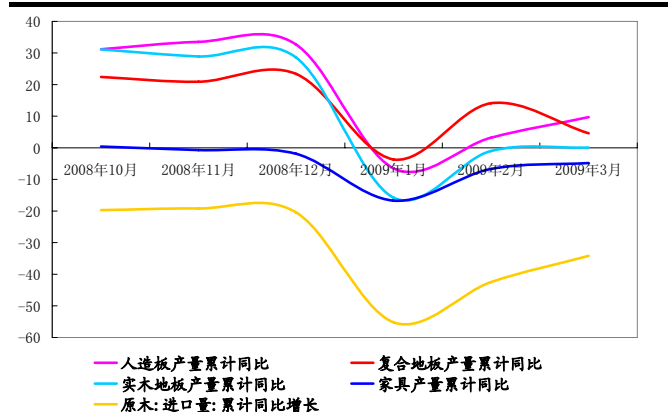


图表 39. 建筑业施工面积同比下降趋缓, 产值同比上升



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 40. 家具、地板产量环比向上仍不牢固



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

5.5. “家电下乡”冰箱受益最大，聚氨酯聚醚硬泡等行业直接受益

自 2007 年的 12 月以来，山东、河南、四川、青岛等三省一市进行了家电下乡试点，对彩电、冰箱(含冰柜)、手机三大类产品给予产品销售价格 13% 的财政资金直补，而自全国铺开的 2009 年 2 月 1 日以来，更是效果显著，商务部日前表示今年一季度全国累计销售下乡家电产品 270 万台，销售额 40 亿元。而在近期的 4 月 22 日，财政部公布《家电下乡操作细则》，对补贴审核兑付程序进行调整，在 16 省市取消乡镇财政所审核、县财政局兑付环节，改为销售网点代审、乡镇财政所兑付。这样的简化和落实补贴将进一步的提高“家电下乡”的力度。

家电下乡产品目前已涵盖彩电、冰箱、手机、空调、洗衣机、热水器等多种品种，各类产品被归为家电下乡时间各不相同，冰箱、彩电、手机靠前，空调、洗衣机稍后，热水器最新，而具体电磁炉、微波炉等产品更晚。

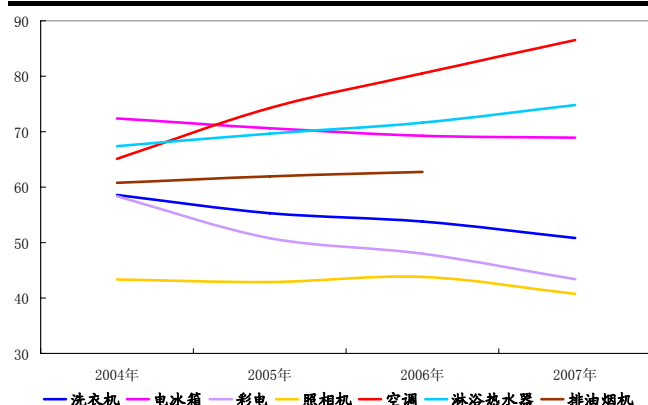
目前来看虽然施行最早的冰箱、彩电受益最大，但是彩电农村百户拥有量已超过 95 台，未来需求提升空间有限。但是冰箱目前城乡差距巨大，需求增长可期。还有目前表现不是很理想的洗衣机产品，百户拥有量差别在 40 台以上，而且在没有刺激的 2004 至 2007 年农村市场需求量一直在增长，以致洗衣机城乡百户拥有量差别不断缩小，而相对洗衣机产品价格不是很高，因此我们认为未来洗衣机市场有可能有较快增长。

空调产品，排油烟机，淋浴热水器产品，尤其是太阳能热水器等产品，未来农村增长空间巨大。

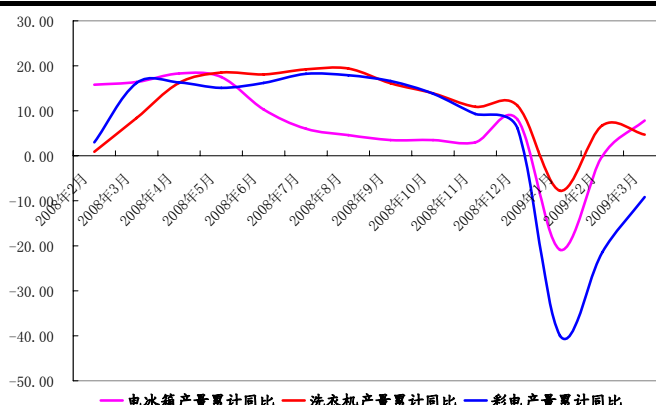
照相机产品拥有量虽然城乡也有较大的差距，但是一来手机产品已逐渐部分替代照相机功能，农村务工人员，也就是有可能的潜在照相机购买人群，大多拥有了手机，并习惯了手机摄像，二来照相机拥有最大的功能是针对景点旅游摄影，这对于大多农村地区而言仍是超越其消费经济能力和理念的。因此短期内，经济整体形势未确定转暖前，相机市场整体上将不会太乐观，而在经济未真正转暖前，农村市场对相机的消费不大可能会增长太多。

家电产品使用的最大量的是聚氨酯保温、隔音材料和塑模、绝缘工程塑料，因此，我们推荐关注聚氨酯相关企业如**烟台万华**、**红宝丽**，还有改性塑料龙头**金发科技**。

图表 41. 城乡百户家庭家电拥有量差别数（台）



图表 42. 受益家电下乡，家用电器产量大幅反弹



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

5.6. 风电等新能源发展确定，玻纤需求可期

我国新能源发展中，风电是目前技术、设备最成熟的品种。据中国风能协会 2008 年风电装机容量统计数据：2008 年中国新增风电机组约 5130 台，装置容量为 624.6 万千瓦，较 2007 年增长了 89%，累计装置容量已达到 1215 万千瓦，增长 106%。根据全球风能协会预计，中国 2011 年风电装置容量将超越 3000 万千瓦，将成为全球第二大风电国家。而据不完全统计，至 2010 年各地政府风电发展规划的总装机容量将超过 5100 万千瓦。目前风电成本也是所有新能源产品中最低的，目前大概高于火电成本 30%-40%左右，而随着设备国产化率的提高、风场规模的扩大，风电成本有望降至与火电成本接近。

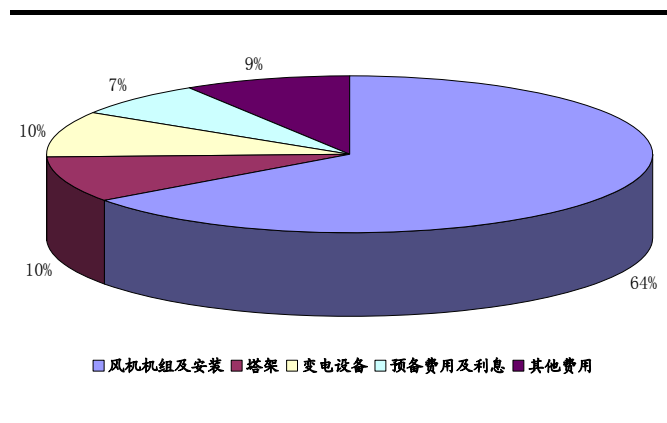
风电成本组成中，风机设备成本占比超过六成，而风机成本中叶片成本是零部件中占比最大的，叶片生产目前的骨架主要是钢塑复合玻璃纤维，目前国内主要玻璃纤维粗纤生产商有**中材科技**、**中国玻纤**、**云天化**，主要细纤生产商为**九鼎新材**。目前钢化玻纤主要用于风机叶片、游艇舰艇、大型游乐设施、航空航天等领域的生产，在我国主要用于风机叶片生产，今年初风机产量的环比下降直接带来了钢化玻纤在一个月之后的几乎同幅度的环比下降。而细纤主要用于无纺布、高强高模零部件，它的整体需求与基建关联度较高，目前产量环比逐月增长。

鉴于风机及基建对玻纤的需求增长的判断，我们推荐关注以上四股：拥有风机叶片生产线、市场影响最大的**中材科技**，接受风机订单较多、基地布置合理的中国玻纤，主辅业同步发展、享受集团优势的**云天化**，细纱龙头、风机发电机罩仓的**九鼎新材**。

新能源中核电也是中发展对象，国家能源局电力司副司长曹述栋近期表示，《核电发展调整规划》初稿已经形成。而 4 月 20 日的国际部长核能会议

的举行，让我们认为该规划的推出将是水到渠成。据该规划，到 2020 年我国核电运行装机容量预计将达 7000 万千瓦，在建 3000 万千瓦，由此未来 10 年的新建核电装机容量将超过过去 30 年的总和。届时，核电装机容量在电力总装机容量中的比重将从目前的 1.1% 提高到 5%，发电量占比也将从 1.99% 提高到 8% 左右。这对化工领域而言带来的是对核燃料产业估值的提高，据此我们推荐适度关注兰太实业、沃尔核材。

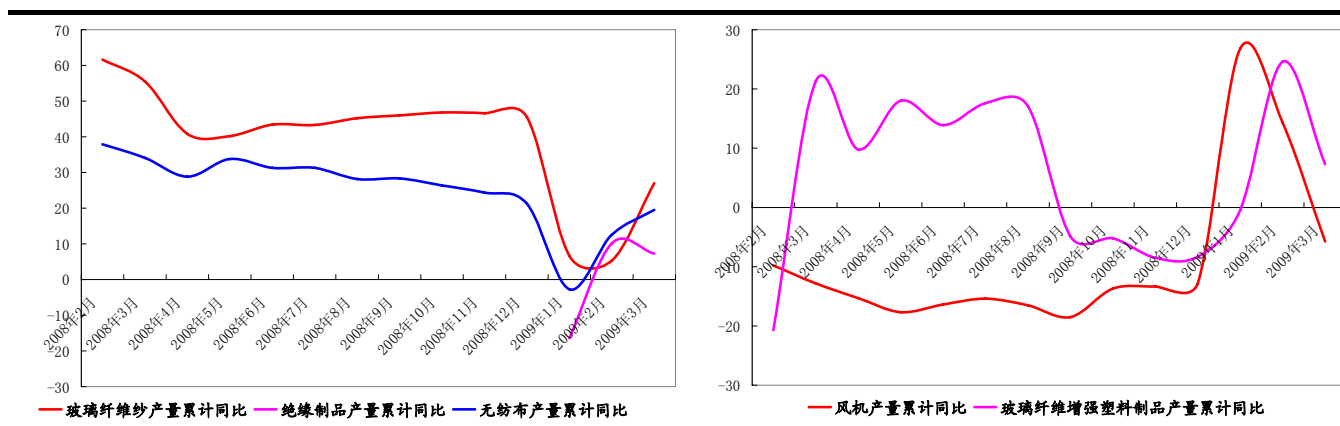
图表 43. 风电成本构成



数据来源：山西证券研究所

图表 44. 玻璃纤维纱随无纺布产量同比增长而增长

图表 45. 风机产量同比下降致钢化玻纤产量同比下降



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

5.7. 铁路、船舶的发展，将带动工程塑料、橡胶零件、涂料等需求的增长

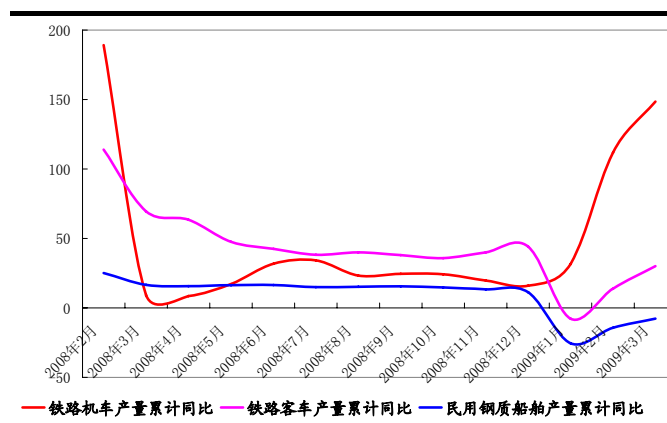
铁路运输是国民经济运行的大动脉，2008 年 11 月底的《中长期铁路网规划》调整中指出到 2020 年全国铁路要新建 12 万公里，实际总投资要超过 5 万亿元人民币。在“十一五”剩余期间铁路投资将超过 2 万亿元人民币，2009

年实际总投资就要超过 7000 亿元人民币，而 2008 年全年铁路投资实际额约为 3500 亿元。铁路建设的提速将带来对机车客车橡胶减震子、PA 高速铁路防护涂料、机车客车聚氨酯减震隔音保温材料、车辆钢塑座床位等等需求的增长。

我们推荐重点关注作为中国铁路运输装备和线路的配件定点和主要供货商的**时代新材**。

据中国船舶工业行业协会 4 月 7 日透露船舶振兴规划细则中计划未来 3 年，中国的造船总吨数力争达到 5000 万吨，达到 1200 万马力，占有全球市场 30% 的份额，其中高附加值的船舶占到全球市场 20% 的份额，海洋工程的市场占有率达到全球市场的 10%。船舶，尤其远洋船舶，具有防腐、防护、耐冲击、耐高温、耐盐卤、防吸附、易清洗的水线下涂料非常关键，而船舶全身也需要具有良好防护的涂装，船舶建造将提高对高档专用涂料的需求。但是涂料市场主要应用领域是房地产、建筑、汽车以及由房地产衍生的家具业。尽管涂料业在一季度环比回升明显，但是由于以上主要需求领域只有汽车业稍显确定，我们整体对涂料业暂时持一个观望中性的态度。

图表 46. 铁路机车、船舶产量环比逐月增长



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

5.8. 医药领域的确定性增长，将带动有机原料、气体、石化初级品等需求的增长

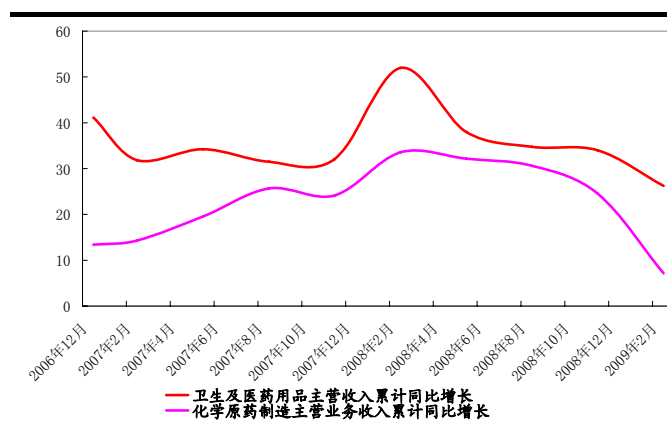
改革开放 30 年来，中国医药工业产值年均递增 16.8%，是国民经济中发展最快的行业之一。2008 年，尽管金融危机席卷了全球，但是因为药品的刚性需求，也由于中国正处于完善医疗保障体系的上升通道，国家财政给医药市场扩容提供了强有力的支撑，中国医药购销仍然保持了稳定增长的态势，截止 2008 年 11 月，医药工业产值同比增长 25.8%，远高于同期 GDP 增幅。2009 年 1 月 21 日，国务院常务会议通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和

《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，新一轮医改方案正式出台。新医改方案带来市场扩容机会、新上市产品的增加、药品终端需求活跃以及新一轮投资热潮等众多有利因素将保证中国医药行业继续快速增长，其中尤其是医改原料药目录中的受益品种。虽然由于医改、整顿流通环节使得医药价格下调，行业收入同比下降，但具体品种上卫生用药主营收入环比下降要低于成本快速下降的化学原料药。

医药中除中药之外的其他药品如卫生用药、化学药、兽药等大都是以有机化学品作为中间体，以无机化合物为填料的。医药业的发展直接带动对有机中间体的需求，从而间接带动中间体生产的一些基础化工原料如甲醇、苯、乙烯、乙酸乙酯、四氢呋喃等有机原料，盐酸、硫酸、硝酸、烧碱、碳酸钾、无水硫酸钠等无机原料，钨钼铜钨铂铁稀土等多种催化剂，起反应、防护、辅助等多种功能的气体等等的需求。

但是医药中间体对化工产品需求都不大，这样医药需求在我国以重化工规模效应为主的企业需求结构中都占比较小，医药只在气体生产商的产品需求结构中占据较大比重，但是专业气体生产企业目前在我国市场并无标的。故此，我们推荐关注二甲醚龙头、受益医改的解热镇痛原料药布洛芬的生产商天茂集团。

图表 47. 卫生用药主营收入环比下降低于化学原料药



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

5.9. 农业确定性增长仍将保持，磷、钾肥及杀虫剂将是农资新增长点

一季度由于旱灾等影响，粮食产量整体同比有所下降，这样如果要想实现十年后粮食增产 1000 亿公斤的目标，也就是粮食产量每年平均同比增长，至少需

要有 2%左右的目标，那么粮食增产将是后几个季度的重要工作，而通过历史数据，我们可以看到化肥与单位亩产量的依存度很高，因此我们认为 2009 年化肥产品必然将会有 6%以上的需求增长，行业增长明确。同时今年旱灾使得湖北、河南等地虫害灾情有蔓延加深迹象，而同时农药产品库存较低，农药产品今年需求量将较去年有较大幅度提高。

在春季，化肥如我们所料价格回升明显，期间价格均价也大致符合我们预测的 2000 元/吨。而同时化肥淡储及化肥定价体制的改革使得化肥行业的利润稳定、增厚。但是今年来煤炭价格上调较快，氮肥业需要的无烟煤更是如此，这压薄了占化肥行业 70%强的煤头企业的利润，而化肥用天然气价格的不调整使得气头尿素企业今年的业绩增长有保证。我们看好气头尿素，尤其是其中气头比例较高的的辽通化工、泸天化、建峰化工等。

图表 48. 农资产品景气度影响因素一览

化肥行业景气影响因素		农药行业景气影响因素	
正面因素	负面因素	正面因素	负面因素
国内农业发展确定	全球经济下滑，需求减弱	国内农业发展确定	全球经济下滑，需求减弱
粮食收购价提高	国际粮食价格下滑	粮食收购价提高	国际粮食价格下滑
农民收入的提高	国家限高价	农民收入的提高	国家限高价
出口税率大幅降低至 10%	国内外价格差很小，出口缺动力	气候全球变暖，虫灾加重	环境税开征在即，农药榜上有名
单位面积施肥量我国 30 公斤、发达国家 70 公斤	产能扩大	经济危机下产业转移加速	欧美纷纷加强农药残留标准
农业产业化对缓释肥的需求加大	天然气、水、电价格上涨	转基因作物对除草剂的需求大增	抗虫转基因植物减少对杀虫剂需求
原材料价格下滑，成本下行	农民及经销商的观望	农业产业化要求更为高效的农药	产能扩大；水、电价格上涨
化肥储备机制建立	农家肥的再出现	原材料价格下滑，成本下行	经销商的观望
旺季	淡季	旺季	淡季
行业重组，获取规模效应	追肥的合理追加	行业整合，淘汰落后产能	合理搭配使用农药
化肥价格机制市场化	假化肥充斥市场	农药生产整治	农药市场竞争不规范
		农药库存较低	

数据来源：山西证券研究所

国内经济作物的种植面积绝对量和相对量都有很大提高，种植结构的改变让我国肥料使用中磷、钾肥的比例越来越大，即便在经济提振尚需时日的 2009 年，在秸秆还田等因素影响下，国内钾盐的消耗量也约为 660 万吨。而据



计算，2009 年我国钾盐产能可达到 400 万吨以上，再加上 2008 年的总结转库存量 680 万吨，即使不进口，我国明年的钾盐也足够使用。但国际钾盐生产的高度垄断使其价格不易下跌，而国内企业报价基本跟随国际市场。我们仍认为今年国际钾盐价格可能会稳定在 800 美元/吨，而我国外购合同定价最有可能在 650-700 美元/吨区间。我们看好拥有钾肥资源的中信国安、冠农股份、盐湖钾肥等。

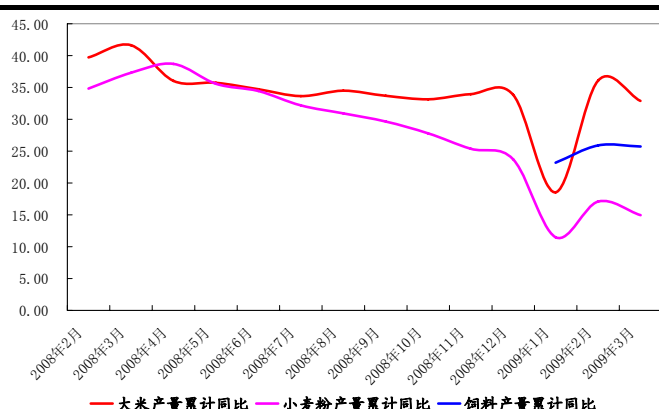
作物结构的变更，要求的不仅是钾肥的使用比例提高，但是由于磷复肥过去市场上的假冒伪劣产品较多，同时由于原料价格高涨带来的产品价格较高，使得磷肥销售不顺。未来磷肥高价库存的减少，原材料市场的低位运行，复合肥市场的持续火爆，以及目前打击假冒复合肥的开展，磷肥市场的回暖在即。而目前酝酿的地品味磷矿开采使用以及磷矿资源管理得更加规范，这使得磷矿石资源变得更稀缺，同时其产品生产成本更低，所以我们看好用磷矿石的磷化工或磷肥企业。据此，我们看好拥有磷资源的磷化工企业兴发集团、六国化工、澄星股份和磷肥企业湖北宜化。

草甘膦价格自去年天价的近 10 万/吨到现在的 2.7 万/吨，这使得很多企业毛利大幅下降。此外 08-10 年，将新增产能近 38 万吨，而到 09 年我国产能就将达到近 70 万吨，这已经接近世界总需求的 90%，而国内小产能的无序扩张更是大大加剧产能过剩的局面。但是我们也应看到除草剂草甘膦主要以转基因作物为主，美国农业部门受金融风暴冲击较小，并且南美国家尤其是巴西仍在扩张其乙醇汽油规模，草甘膦需求仍将保持增长。而国内，近期农业部颁布的 1158 号公告称自 2 月 25 日起，停止批准有效成分含量低于 30%的草甘膦水剂登记，现有产能也必须在年底停止或变更。还有世界农药向中国转移加速，而相关企业大多是以长单为主，产品销售应不是问题。鉴于以上因素，我们认为草甘膦原药价格今年均价将在 2.8 万/吨。对此我们看好涉足有机硅材料、具有氯循环工艺成本优势、现金流充裕的龙头企业—新安股份，以及技术突出、长单销售、产品多元的江山股份。

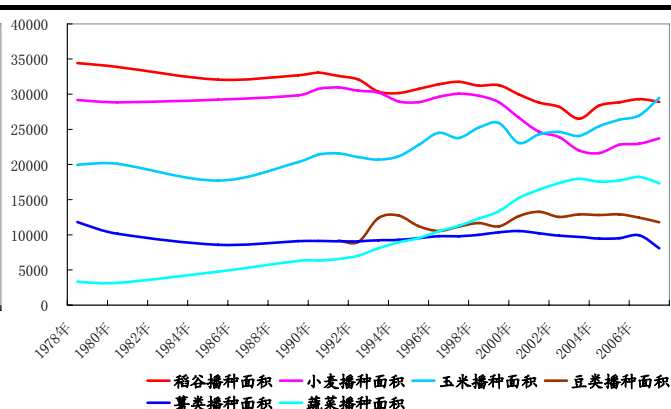
伴随着全球变暖，虫灾频频，去年爆发过一次水稻、两次小麦、一次柑橘等多次较大的虫灾，今年稻螟等虫害在湖北等地渐趋严重，杀虫、杀菌剂在 09 年有可能迎来新的发展。尤其是在 2008 年销售不畅的杀虫剂，当前贸易商库

存较少，而且工信部牵头的打击农药市场的不规范竞争主要目标也是杀虫剂不合规生产商，我们认为杀虫剂今年销售量将增长 15-17%以上。菊酯类的杀虫剂由于其强效、无残留，未来发展可期；而作为卫生用药，猪流感的不期而至，需求量也将顺势抬高，我们推荐关注技术规模突出、市场优势明显的扬农化工。

图表 49. 一季度粮食产量同比略微下降

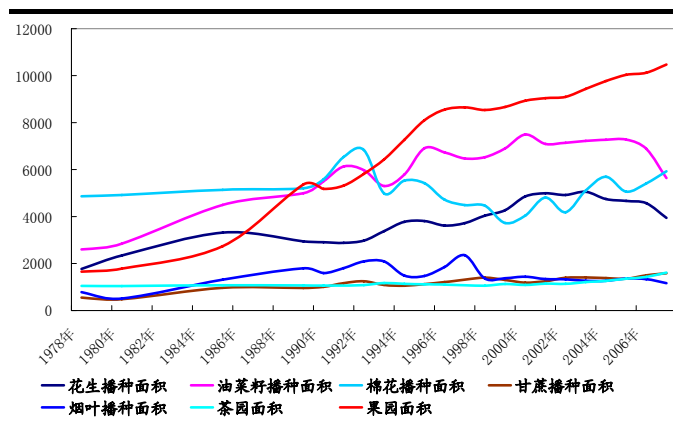


图表 50. 主要粮食作物播种面积总体增加



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 51. 主要经济作物播种面积总体增加



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

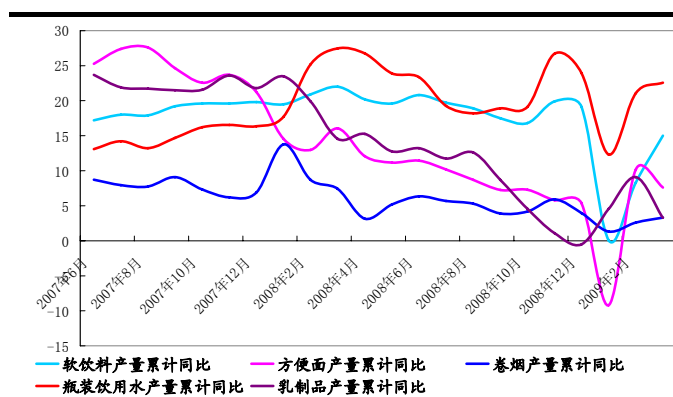
5. 10. 食品业同比略降，饮料增长对高分子包装材料需求加大

食品是居民消费的基本构成，具有较强的刚性需求，但是在金融危机面前，行业产值同比虽然仍是增长，但是增长幅度一路从 6-7 月份的 30%强下降到 2009 年 3 月份的 15%左右。食品业是包装材料的下游主要消费领域之一，经济环境的逐渐好转，预计食品业今年产值将增长 22%以上，这将极大的支持包装材料的需求增长。国外塑料主要应用于包装材料，这显示我国塑料产品的消费

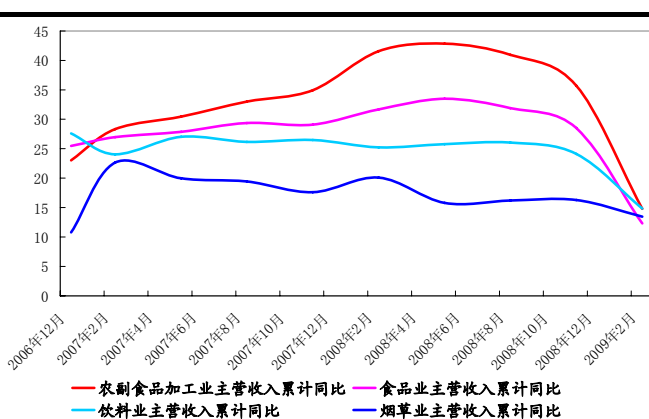
在包装材料领域将有较大发展空间，我们出于对包装业的看好，推荐关注塑料业龙头佛塑股份，适度关注永新股份、国风塑业。

在加工食品业中卷烟与饮料子行业是营业收入同比增长下降最慢的。饮用水、方便面、卷烟等产品产量在经历了 2008 年底至 2009 年 1 月的快速下降后，至 2009 年 3 月当月产量均已超过 2008 年月平均值，饮品中只有乳制品在 2008 年经过三聚氰胺事件打击，自 2008 年 8 月至 2008 年 12 月逐月环比下降，在今年前两个月反弹之后，3 月份再现颓势，但是乳制品行业当前销售渐有起色，预计今年乳制品销量可以实现超过 8% 的增长。饮品，尤其是饮用水目前的包装材料大多是塑料，而常使用的塑料瓶原料是 PET，饮料产量的稳定增长对 PET 产品的需求必然提高。

图表 52. 食品类中饮料产量同比最快，总体同比略降



图表 53. 食品类主营业收入均同比下降，烟草业下降最慢



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

5. 11. 化妆品同时具备防御性和成长性，利好有机原料、有机硅产品

日化产品具有消费的刚性，而且随着农民收入的提高，农村市场的发展，这一类型产品在 2009 年可能还会有不错的增长。日化产品包括口腔清洁用品、洗衣粉、肥皂、化妆品等等，对应下游如牙膏级磷酸氢钙、食品级磷酸、磺酸、五钠、三钠、甘油、硅胶等等生物或化学产品。

在日化领域，我们认为由于我国人均收入的阶段性，化妆品市场的启动方兴未艾，相对洗涤剂、清洁用品将有更好的表现。在过去 5 年中，全球主要市场中，对于名义货币收入值仍将保持高速的中国来说，日化市场的增长不言而喻。这对相关公司未来收入是一个大的支撑。而产品的高附加值高毛利的状况使得公司未来利润增加也成为必然。化妆品的上游产品，如甘油等也将在这发展分享温暖。化妆品的最关键的是市场份额及为之服务的市场营销，目前中国化妆品市场吸引了众多国际大鳄的到来，国内企业在规模上、市场团

队上的相对薄弱，使得化妆品行业面临着大的挑战。我们推荐关注国内行业领军、正加速资本扩张的**上海家化**。

化妆品业是精细化工的巅峰，产品成本在价格中的占比较小，主要使用的化工原料有如甘油、薄荷醇、明胶、硅胶、钛白粉等，除硅胶外的其他化工原料要么在成本中占比小，要么化妆品在它们的消费结构中占比较小，故基本找不到合适标的。化妆品硅胶产品要求高纯度，目前国内厂商有机硅单体产品的纯度都很难达到，**宏达新材**目前正在努力建设他们的生产线，而**新安股份**也有部分产品单在纯度上达到标准，我们推荐可适度关注。

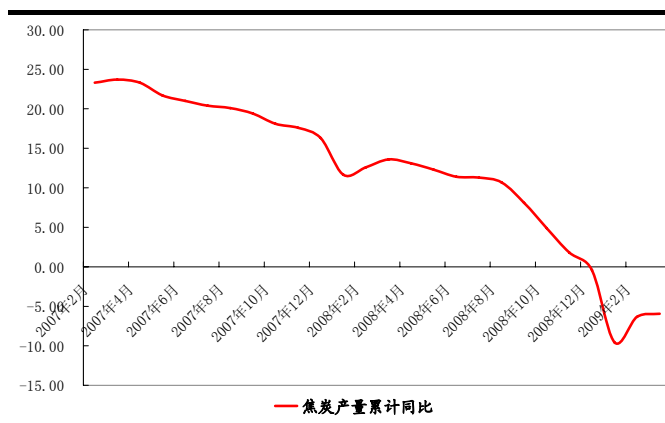
5.12. 焦炭产能的过剩状况将促进煤焦油深加工的展开

受金融危机冲击，2008 年我国焦炭产量出现了 1999 年以来的第一次负增长，2008 年全国焦炭总产量约 32700 万吨，同比减产约 850 万吨，下降约 2.54%。目前国内焦炭的产能在 3.9 亿-4 亿吨，而预计今年全年焦炭需求至多 2.8 亿-2.9 亿吨左右，产能过剩超亿吨。预期在建和拟建有可能投产的机械化大中型焦炉产能仍高达 5000 万吨左右。另外，由于国外钢铁减产远超中国，焦炭出口也将继续大幅下滑，2009 年 1-2 月出口焦炭累计仅 10 万吨，同比下降 93.9%。因此，国内焦炭产能已经严重过剩。

在钢铁需求的拉动下，2009 年 1、2 月份焦炭产量增长环比上升，但是钢铁产业本身的产能过剩使得这一主要的需求的高速增长难以持续，焦炭产量 3 月份产量增长环比持平。而当前主要的产焦大省的山西焦炭开工率仅有 50%左右。

在这样严峻的产能过剩面前，炼焦业的各类副产品价格在未来近一年内都难以迅速上涨，而副产焦油的加工产品，如煤头纯苯、炭黑、沥青等产品的下游需求正渐渐好转，同时原油价格已经走出低位困境，目前正在 50 美元/桶形成一个极强的支撑位，未来还有望进一步突破，这样对于煤焦油加工企业来说，原料成本的维持低位，竞争产品路线的成本渐高，需求的回暖，这预示着对于这些企业来说，中期内将迎来一个量价齐升，成本维持，利润大增的黄金时期，短期内也能逐渐看到利润空间扩大、走货变积极的讯号。因此，我们推荐关注粗苯精制龙头企业的**太化股份**。

图表 54. 焦炭产量同比仍负增长近一成



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

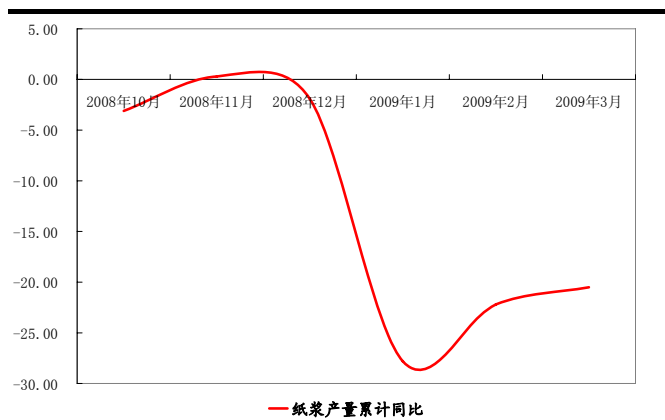
5.13. 文化、旅游的未来启动将拉动无机化学品、胶卷等消费

照相机是旅游市场主要消费品之一,在一定程度上反映了旅游市场的景气度。相机使用的镜头性能很大部分取决于化学镀膜,而传统相机的胶片必须胶质基片、感光剂,而所有照片冲洗都免不了显影剂、定影剂,这些产品都是精细化学品。但是这一市场的驱动旅游市场目前仍未完全启动,同时消费者更习惯使用手机、数码相机的改变,都使得胶卷市场短期内难以快速增长。

而在经济低迷期,除报纸外的纸张销售不畅,使得纸浆产量虽然环比增长,但是增长速度在进入 2009 年之后放缓,而且同比增长仍处于负增长超过两成的较低位置。

但是文化、旅游产业是经济虚拟化、创意化的一个重要步骤,是国民经济发展、积累到了一定阶段必然必需的。而高质量的照片和电影拷贝都离不开高质量的胶卷,而纸张作为文化的主要载体,它的生产离不开五钠等分散剂、钛白粉碳酸钙等增白填料。基于此,我们看好未来相关产品的发展。

图表 55. 纸浆产量同比仍负增长超两成



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

6. 行业投资策略：关注投资与需求的转换

我们在 2008 年底对 2009 年展望中的看好的子行业如其他合成材料、信息化学品、化妆品、化肥、农药、民爆、工程轮胎、沥青、石化等目前均处于景气度高峰或景气度回升的阶段。我们于年度策略中重点推荐黔轮胎、浙江龙盛、凯乐科技、沧州大化均得到市场的认可。

当前，对于二季度来说，我们仍维持以上产品或子行业的景气判断，同时我们认为磷矿石等资源品、硝酸等无机原料、塑料等需求方向的行业的投资机会已展现。

根据我们对宏观、政策面的判断，虽然需求明显表现可能要等到 6 月中旬之后，而需求的完全展现则需要等到今年三季度之后，但我们认为需求驱动投资策略已经可以纳入我们的视野，而一些经济先导型的需求更是可以提前进入我们的投资选择。

当然，投资在国民经济低谷的拉动必然持续，因此我们依然看好受益投资拉动的企业，其业绩在今年可能会有极大的增长，但对于股票而言，则在高成长性和高市盈率上，我们认为需要认真甄别，否则仅从业绩高增长上来说可能跟不上市场高市盈率的爆炒。

整体上，我们仍维持我们化工行业 2009 年全年投资策略的主线“**短线看政策，中期间市场，长远需转型**”。当前证券市场或宏观政策的变动是最直接影响行业的估值的因素，这是短线机会的根源；但是一切投资的根源是需求，只有市场需求才能支撑起业绩的持续增长；天道循环，没有永远的增长和繁荣，只有那些转型成功的公司才能第一时间克服困难、脱颖而出。

基于以上需求投资正在转换的判断，另外加上上面对于子行业及其下游景气度的分析，我们认为在基本面来说，2009 年二季度前期化工板块仍然将是“短期看投资”为主，但是以目前的下游恢复状况、投资刺激传导的时间、信贷的持续性、政府再刺激的可能等方面考虑，中国需求极有可能在 6 月份左右启动。

因此，整体上从基本面来说，我们仍看好 2009 年年度策略报告中提及的子行业；同时我们认为消费启动以及投资周期的传导到位，而部分子行业整体被低估，我们看好与下游和石化关联紧密的塑料行业的回暖，截止 2009 年 3 月份，塑料制品的七个子行业的利润基本都实现了连续三月环比上升，从行业传递来说，塑料制造、制品业最有可能在 6 月份中期转暖，实现扭亏为盈。此外，资产价格提升，我们将看好资源类产品，由于磷化工相关公司均具备有一

定磷矿石资源，因此我们看好磷化工子行业，而天然气价格的理顺将极大的抬升天然气子行业的盈利状况。

具体对二季度来说，市场需求的因素将成为证券市场的主导之一，但投资仍将维持高位，仍是市场的关注点之一，二季度投资策略整体来说就是“关注投资需求的转换”。

6.1. 投资市场关键词

在对整体化工行业而言的市场层面，我们认为主要的操作驱动被命名为“市场关键词”，由于市场变化，我们目前暂时舍弃“估值低”、“红利厚”等市场关键词：

目前市场整体估值水平相比 2008 年底抬升不少，基于我们认真对待实体经济的判断，我们认为对当前证券市场的化工行业而言，估值虽然相对不高，但相对今年真实业绩，以合理的市盈率而言，已经不具备绝对的估值吸引力，因此我们将“估值低”从我们的市场关键词中删除。同样也是基于目前股价的相比去年底的上升，以我们核算的盈利状况，以三年平均发放来计，“红利厚”在此基础上已仅有 1.1-2.7%的水平，我们也将其从我们市场关键词删除。

“市场改善”是我们去年底提出的第三个市场关键词，我们去年底认为如平准基金、股指期货的推出在即，创业板的推出有可能要等到经济基本平稳之后。股指期货与创业板目前基本符合预期。基于世界经济仍为稳定，国际预期多空仍有分歧，我们现在仍认为我国平准基金或者类似体系有推出必要，而且应就在 2009 年年内完成。基于市场预期渐渐好转，基金已近放开，证券市场的 IPO 重启也是应有之义。因此我们保留“市场改善”的市场关键词。

6.2. 投资个股关键词

在个股层面，基于化工股估值及操作的主要动因，我们曾将“财政投资”、“增持回购”、“价格理顺”、“产业转型”等认为是“个股关键词”，目前我们完全维持这些判断。同时由于企业规模较大能增强抵御风险的能力，而在行业低谷期是进行整合的最低成本期也使得政府主导部门与大型企业拥有这方面的冲动，虽然我们在年度策略中提到重组有利央企，我们仍需强调“并购重组”概念，并以之为我们的个股关键词。

图表 56. 近期受益投资及刚性需求化工股一览

投资、退税受益 或弱周期性方向	受益行业	化工受益方向	受益化工产品	相关公司推荐
基建	炸药	炸药	硝铵、硝酸	久联发展、兴化股份、江山化工
	钢铁	焦炭	焦炭、煤焦油、粗苯	太化股份
	水泥	减水剂、电石渣	异丙醇胺、电石	红宝丽

	沥青	沥青	沥青	天利高新、路翔股份
	载重、工程轮胎	橡胶制品	橡胶、炭黑	风神股份、黔轮胎、黑猫股份
	管材	塑料制品	PE、PVC	英力特、国通管业
水务	管材	塑料制品	PE、PVC	
新能源	太阳能	合成材料	多晶硅、高硼硅、封装膜	力诺太阳
	风机叶片	合成材料	环氧树脂、玻璃纤维、碳纤维	中材科技、中国玻纤、云天化
	风机减震设备	合成材料	橡胶减震件	时代新材
铁路	减震设备	合成材料	橡胶弹性件	
	减震限位设备	石油化工	乳液沥青	
	高铁涂料	合成涂料	PA66、聚氨酯	
	保温降噪设备	合成材料	橡胶密封件、PVC、聚氨酯	烟台万华
保障房	保温降噪设备	合成材料	PVC、聚氨酯	
电网	电缆	合成材料	PVC、硅橡胶、氟塑料	三爱富
通信	电缆	合成材料	硅芯管	凯乐科技
污染救治	酸性尾气	碱、催化剂	纯碱、氧化镁、无机催化基	山东海化
	水污染	合成材料	水处理膜	蓝星清洗
日用品	日化		清洗剂	
			化妆品	上海家化
	白色家电	合成材料	聚醚聚氨酯、工程塑料	红宝丽
医药	化学原料药	有机中间体	具体医药中间体	天茂股份
		有机原料	苯、乙酸乙酯、氯仿等	
	包装	合成材料	BOPET、PP	金发科技、永新股份、佛塑股份
食品饮料	包装	合成材料	PE、PET、PP、PCL	
农业	地膜	合成材料	PE、EVA、PVC	沧州大化、泸天化、湖北宜化、辽通化工
	化肥	化肥	钾肥、尿素	
	农药	农药	草甘膦、菊酯、XDE 等	新安股份、扬农化工、江山股份
服装	纺织	合成材料	氨纶、芳纶	烟台氨纶
		染料	水性染料	浙江龙盛
教育	造纸	漂白剂、填料	双氧水、氯酸钠、碳酸钙	
汽车	汽车配件	合成材料	PS、PP 等	武汉塑料
	能源	石化	成品油	中国石化、中国石油
能源	能源	石化	成品油、原油	
资源	磷工业	磷化工	磷矿石	兴发集团、六国化工、澄星股份
	盐工业	氯碱化工	原盐	山东海化、三友化工
	氟工业	氟化工	萤石	
	硅工业	硅化工	硅石、有机硅	蓝星新材、宏达新材
	无机盐工业	无机盐矿石	无机盐矿石	红星发展
公共事业	能源	燃气	天然气、焦炉气	三爱富、陕天然气

数据来源：山西证券研究所

图表 57. 价格理顺的主要产品

项目	大米(12.1)	汽油(11.26)	煤炭(11.27)	天然气(10月)	水
国内	2900(晚梗)	6480	690(大优)	3500(沿海零售价)	2300-2800
国际	3468(越南)	2010(新加坡)	531.1(BJ现)	3917(俄输德价)	2200(美)、8800(德)

数据来源：山西证券研究所

注：相关具体时间均指 2008 年

图表 58. 技术优势突出、产业转型的产品与公司

公司名称	技术优势	主要产品	产品是否升级
金发科技	发改委、科技部认定首批 91 家创新型企业	改性塑料	是
烟台万华		MDI、多聚甲醛胶黏剂	是
三角集团	2007 年度国家科学技术进步一等奖	巨型工程胎	是
浙江龙盛	多种染料技术标准制定者	活性染料、酸性染料	是
新安股份	氯循环工艺	草甘膦、有机硅	否
烟台氨纶	芳纶合成	氨纶、芳纶	是

数据来源：山西证券研究所

7. 投资建议及盈利预测

我们基本仍维持年初的投资建议，只是将新增需求变化考虑进去：政策概念引领的民爆、沥青等股票，适合短线或波段操作；3—6 个月的中长线操作，可以关注市场的变化，如股票市场的增减持、注资、整合等，需求市场的价格理顺、刚性需求、库存需求等，操作上可以适当加仓价格理顺的陕天然气、三爱富，有重组概念的泸天化、江山股份，产品需求传导到达，景气度回升的兴化股份、兴发集团、红星发展、联合化工；在长期则是公司成长性最重要，烟台万华、金发科技、新安股份、红宝丽这样的高成长性股票可以长期拥有。本季度重点推荐黔轮胎、泸天化、兴化股份等被严重低估的股票。

图表 57. 子行业评级

子行业	基础有机 化学品	基础无机 化学品	基础无机 碱	基础无机 盐	基础无机 酸	磷肥	钾肥	氮肥
行业评级	中性	中性	中性	中性	中性	中性	看好	看好
子行业	合成橡胶	合成塑料	其他合成 材料	合成纤维	涂料	染料	日化	化妆品
行业评级	看好	中性	看好	看淡	中性	看好	中性	看好
子行业	环境污染 治理品	信息化学 制品	化学农药	生物农药	民爆	林化学产 品	试剂助剂	原料药
行业评级	看好	看好	看好	看好	看好	看好	看好	看好

图表 58. 部分关注公司盈利预测

股票代码	公司名称	EPS				每股净资产	投资评级
		08A	09E	10E	11E		
600028	中国石化	0.34	0.49	0.73	0.82	3.80	买入
601857	中国石油	0.63	0.68	0.97	1.12	4.32	增持
600230	沧州大化	0.64	0.98	1.19	1.27	4.21	买入
600309	烟台万华	0.91	0.83	0.89	0.99	2.90	增持
600409	三友化工	0.22	0.14	0.36	0.55	2.64	中性
600589	广东榕泰	0.22	0.22	0.31	0.39	2.27	中性
000755	山西三维	0.03	0.11	0.23	0.29	4.61	中性
600141	兴发集团	1.17	0.62	0.86	1.28	4.47	增持
000589	黔轮胎 A	0.20	0.49	0.55	0.84	4.11	增持
000912	泸天化	0.51	0.93	1.10	1.15	4.14	买入
000059	辽通化工	0.32	0.56	0.60	0.56	5.02	增持
600315	上海家化	0.51	0.70	0.85	0.90	5.05	中性
600596	新安股份	6.89	2.50	3.48	3.57	10.43	买入
002165	红宝丽	0.60	0.63	0.99	1.47	2.84	增持

注：此处仅为部分近期我们调整过的股票；此处估值、评级均以近期相关 2008 年报点评或深度报告为准（虽有部分股价出现较大波动，鉴于评级为长期走势判断，暂不予以更改）；股权结构变动状况或说明截止 4 月 27 日。

8. 风险提示

- 1) 国际货币汇率的剧烈波动,及由此导致的国内信贷激增及原油价格波动。
- 2) 中国经济反弹高度低于 8%。

轮胎制造业

报告原因：年报公布需要点评

2009 年 4 月 16 日

市场数据：2009 年 4 月 15 日

收盘价（元）	7.31
一年内最高/最低（元）	9.65/3.72
市净率	1.78
股息率	1.38%
流通 A 股市值（百万元）	1859

基础数据：2008 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	4.11
资产负债率%	69.69
总股本/流通 A 股（百万）	254.3/169.4
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

景气领域享增长，新材天地求未来
2008/09/20

短线看政策，中期间市场，长远需转型
2009/01/09

执笔人

裴云鹏

peiyunpeng@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

黔轮胎

(000589)

增持

经营稳健扩产能，技术领先品种多

维持评级

09 年目标价 8.72 元/股

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2008A	4373.97	3779.02	48.82	0.20	36.55
2009E	4630.02	3868.02	132.01	0.49	14.92
2010E	6683.86	5618.73	151.66	0.55	13.29
2011E	7936.76	6616.07	230.44	0.84	8.70

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● 黔轮胎目前具有总计 500 万套左右的产能，其中载重全钢子午线轮胎 200 万套，半钢子午线 50 万套左右，其余多为斜交工程或特种轮胎产能，轻卡或客车斜交胎占比较少。

● 公司目前主要盈利产品是全钢载重子午线轮胎。公司产品目前在工程机械轮胎、农业轮胎以及橡胶空气弹簧减震器等领域占比超过 35%。公司是目前国内轮胎品种最为齐全的企业，特种轮胎种类在国内企业首屈一指。

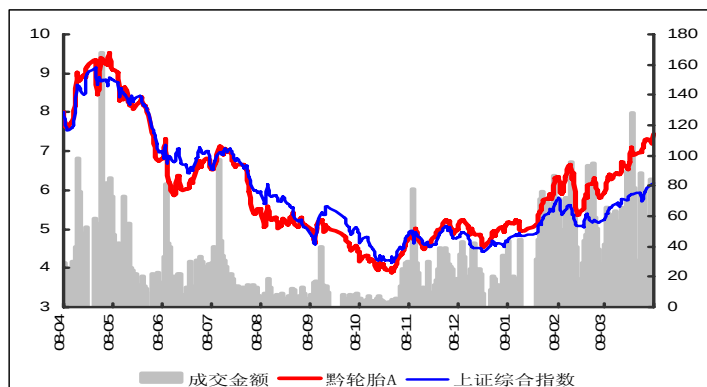
● 受益产业振兴规划，公司 2009 年 1 季度基本满负荷生产，销售状况也回到常年平均水平。公司主要目标瞄准替换市场，在行业整体利润压缩状况下，公司利润空间将相对行业更为稳定。

● 公司技术能力突出，具有博士后流动站，同时正积极建设全国首家企业国家轮胎工程技术中心。

● 公司资产负债率较高，但短期内融资及现金流没有问题：银行授信额度足够；短期融资券已进行到银监会审核阶段；公司当前现金持比仍较高。

● 我们略微调整 09 年每股收益为 0.49、0.55 元。虽然公司稳定成长可期，但鉴于产能扩大的不确定性，同时还有较高的负债率，暂时维持“增持”评级。

一年内公司股价与大盘对比走势：



➤ **规模优势突出，产品结构合理：**

在最新的橡胶行业协会轮胎分会统计中，公司销售收入排名中国轮胎 10 强第 9 位。黔轮胎目前具有总计 500 万套左右的产能，规模优势较为明显。其中载重全钢子午线轮胎母公司具备 160 万套，大力士轮胎具备 40 万套，共计 200 万套产能。其他产能均为母公司具有，其中半钢子午线 50 万套左右，其余产能多为斜交工程或特种轮胎产能，轻卡或客车斜交胎占比较少。

公司是目前国内轮胎品种最为齐全的企业，涵盖了工程机械轮胎、载重汽车轮胎、轻卡轮胎、农业轮胎、工业轮胎、实心轮胎、全钢载重子午线轮胎、全钢工程机械轮胎、半钢子午线轮胎、安全轮胎、特种用途轮胎等各个方面的 1000 多个规格品种。产品目前在工程机械轮胎、农业轮胎以及橡胶空气弹簧减震器等领域占比超过 35%，主要客户有“三一”重工、日本小松重工、中华港机等；特种轮胎种类在国内企业首屈一指，主要有林地胎、军工胎、极地胎等，是国内主要军用轮胎提供厂商。

➤ **发展定位准确，市场嗅觉灵敏：**

公司市场嗅觉灵敏，除了应不同客户要求生产如极地胎等特种胎，而且基本把握市场未来方向：

公司出于议价能力及利润保持的考虑，一直以来，主要以保养更换作为主要发展方向。当前行业的轮胎保养更换领域大致是整车配套领域的 2.3 倍左右，目前公司在这一块高于行业平均状况。由于该领域大型销售商较少，使得公司具有较强议价权，有利于在行业低位运行时保证利润率。

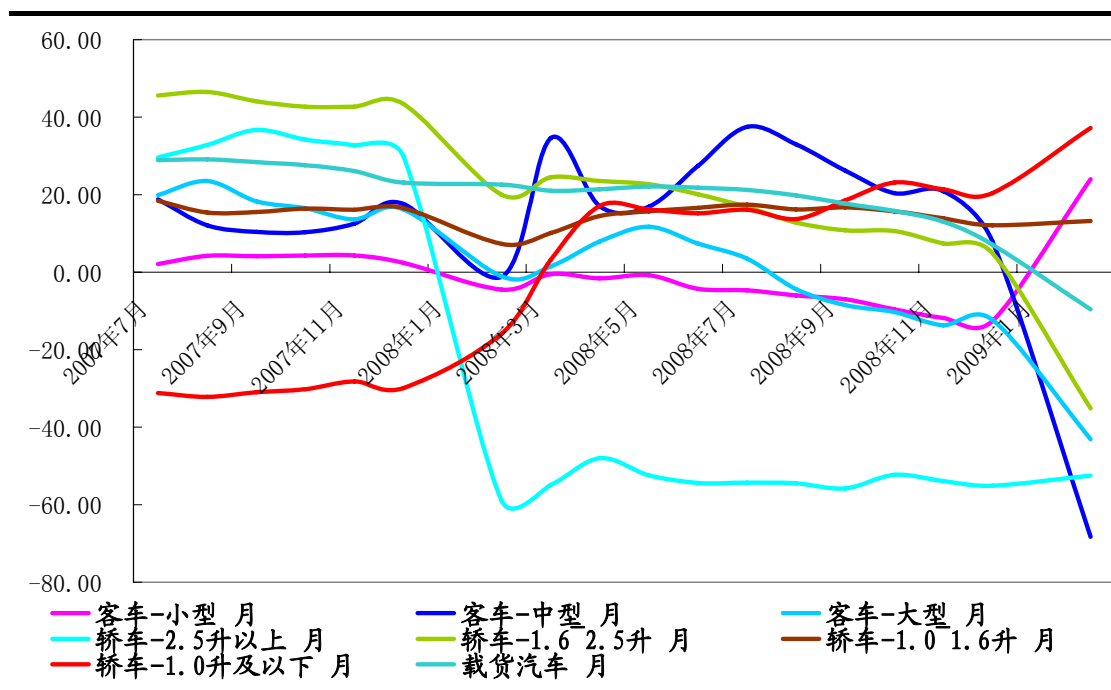
公司出口量曾占据总产量的 50%以上，既有国际金融危机对国外市场的冲击，同时也有公司近年来的发展目标的原因，公司当前出口产值占比都已在 20%以下。

公司不但在期货市场有过斩获，而且目前就已与相关国外客户就汇率变动有可能带来的通胀及汇兑问题进行过沟通，而且基本得到正向回应。

公司鉴于行业在载重子午胎领域营销利润均有一个较稳定的预期，目前已将下属子公司贵州大力士轮胎的二期全钢子午线轮胎扩产至 80 万套，预计 09-10 年建成。同时鉴于小排量汽车的销量走暖以及未来的向好，公

司正规划 70 万套子午线生产线，该生产线以小型胎为主。

图 1. 小排量汽车销售状况良好

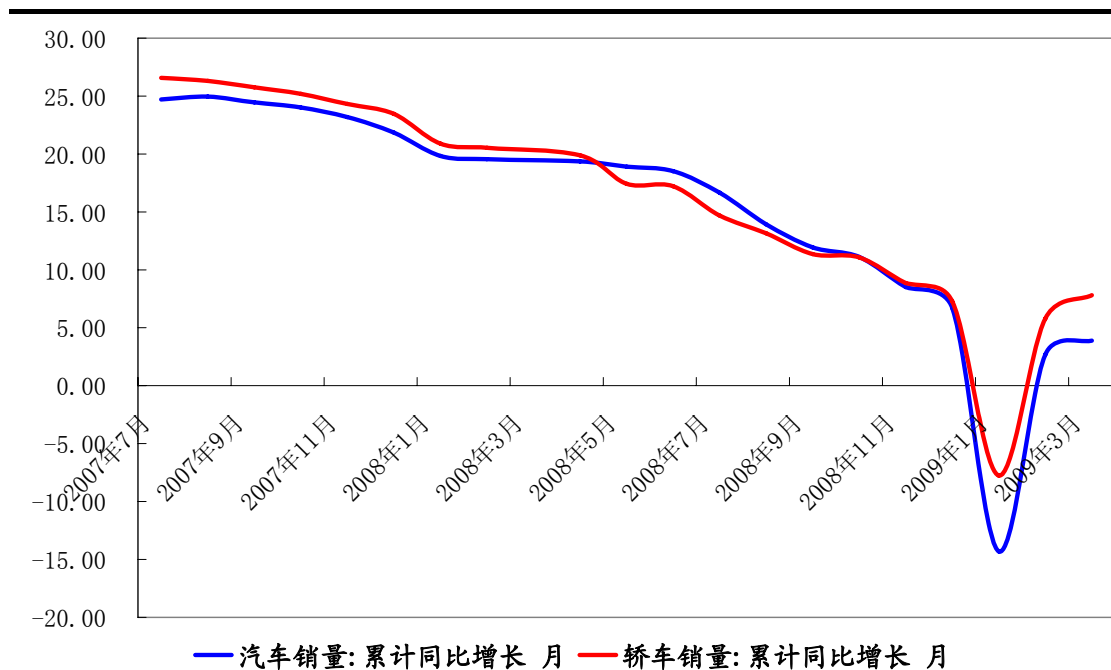


数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

➤ 受益产业振兴，轮胎需求看稳：

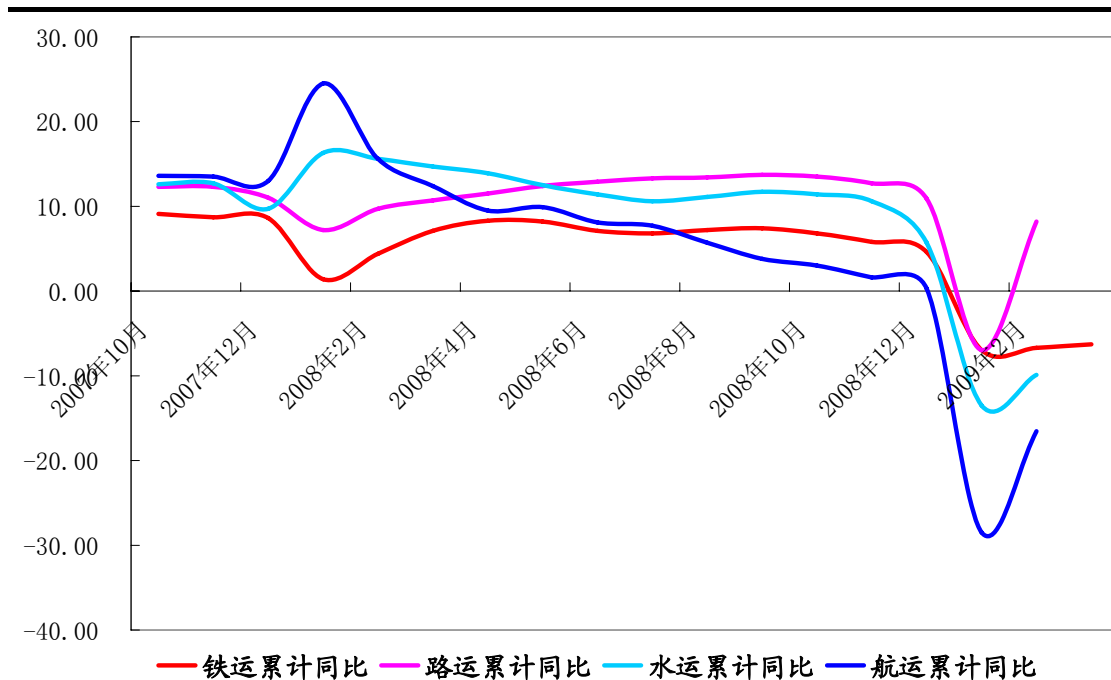
受益产业振兴、基建加速，公司目前满负荷生产，主要产品轮胎在 2009 年一季度销售状况良好，基本与往年正常状况持平。2009 年初至今，轮胎行业全行业也呈现一个景气度回升的态势，各大厂商均纷纷加大开工量，目前大型公司，如风神等均是满负荷生产。随着气候转暖、资金到位，基础建设的高峰期即将到来，同时交通物流也有加大趋势，预计我国轮胎需求在 09 年将保有 5-8% 的增长。公司产能释放及时，考虑到国外市场的不景气，预计销量将提高 12% 左右，达到 500 万套稍弱水平。公司在 08 年库存增加了 12 万套左右，如果公司库存预计今年消耗，而大力士二期技改能在 09 年 10 月左右完成，则据此估算公司 09 年产量将在 500 万套左右。

图 2. 汽车销售状况出现回暖迹象



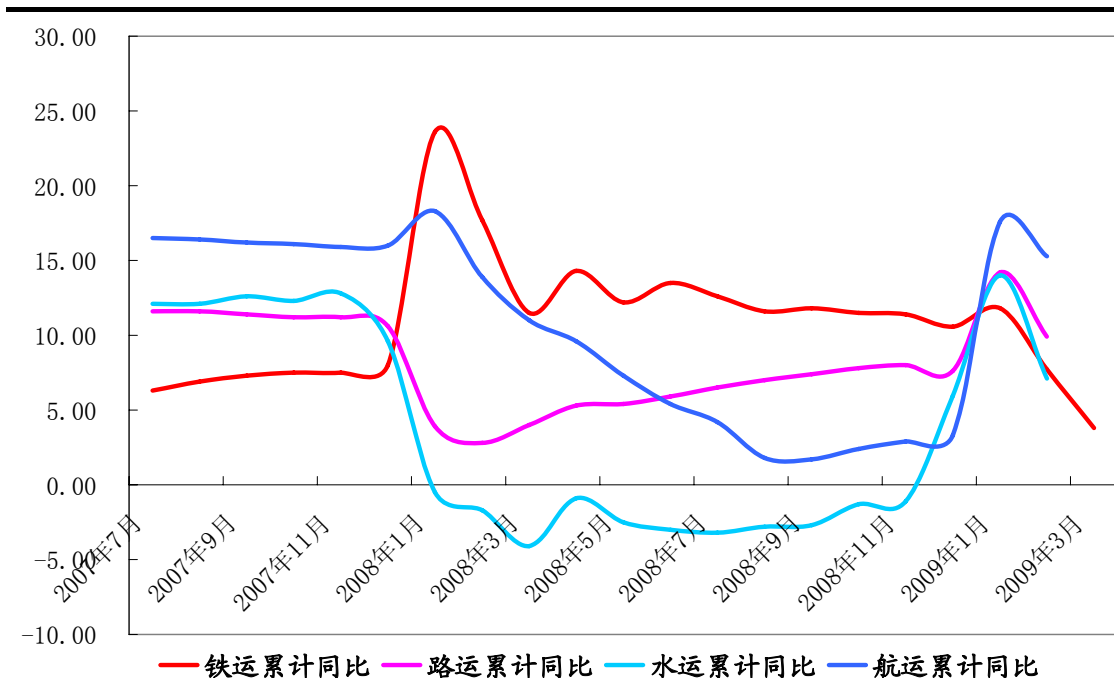
数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图 3. 货运中公路运输正增长



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图 4. 客运中公路运输相对铁运降幅要小



数据来源：wind资讯、山西证券研究所

➤ 技术优势明显，融资应无大碍：

公司技术中心自主开发、拥有的关键轮胎开发、设计和生产技术。在主导产品的关键技术掌握率达到 100%，主导产品完全使用自主开发技术生产。特别是其中的全钢载重子午线轮胎、工程机械轮胎、农业轮胎、工业轮胎、实心轮胎、安全轮胎、特种用途轮胎、橡胶空气弹簧等领域在同行业处于领先地位，在这些领域技术中心拥有多项自主开发的独有技术，技术中心人员主持或参与制定了多项相关国家标准。近年，公司开发出了一系列国内独有的技术和产品。如：林业钢丝缓冲胎、聚胺酯灌注式轮胎、大型半钢子午线轮胎、带 VFI 型支撑体的安全轮胎（泄气保用轮胎）、带 VP-PV 型支撑体的安全轮胎、橡胶空气弹簧系列、全钢载重子午线轮胎胎圈设计技术、全钢工程机械轮胎、城市轻轨用全钢轮胎等，这些系列的产品均为国内独家或首家开发，大多数用于替代进口，取得了非常可观的市场效益和品牌认可度。

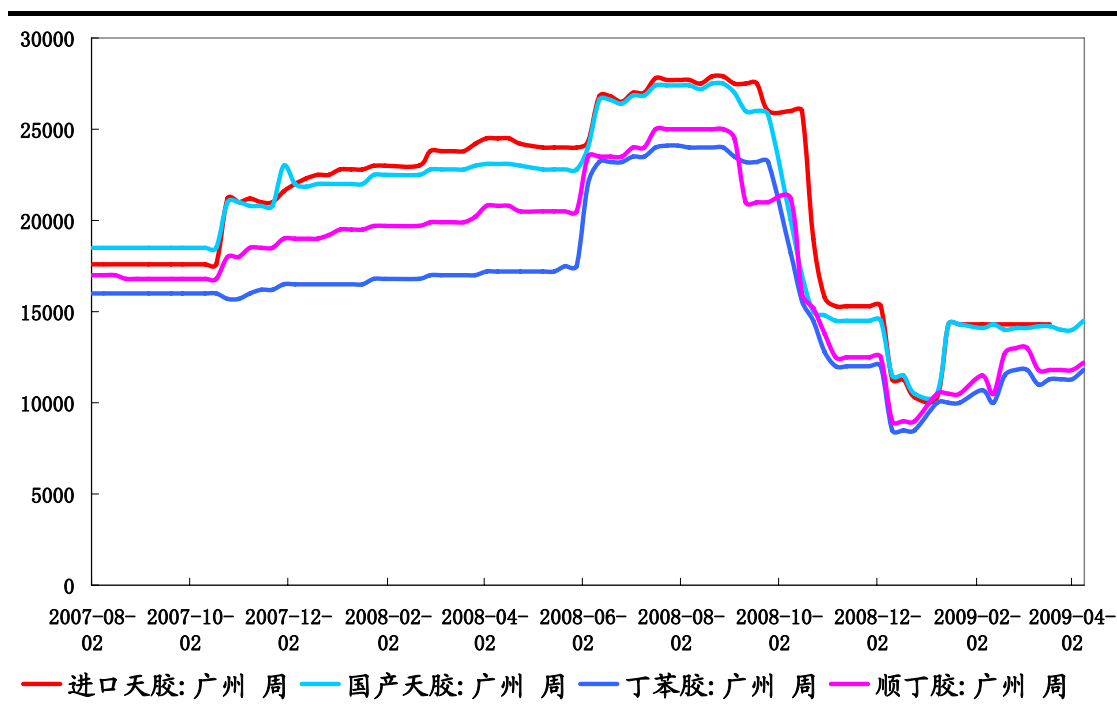
公司目前负债率近 70%，而公司建设需求资金量在 8.6 亿元，而且二期技改由于扩产，资金需求量我们认为将大于前期规划的 3.9 亿，资金压力比较重。但是一来公司 70 万套项目当前前期规划虽已完成，但尚未进入建设阶段，二来公司目前银行授信度很高，三来公司 4.5 亿元短期融资券目

前已进行到审核阶段，四来公司目前持有现金 3.1 亿元左右，扣除受限资金，公司目前在手现金就有 2.4 亿元左右，五来，公司符合增发、公司债、可转债等条件，并且公司也不排除未来采取相关方式。故此，我们认为公司短期资金面不会有大问题。

➤ 盈利预测：

公司产品成本主要是天然橡胶、合成橡胶、帘子布、钢帘线、炭黑等，由于占比接近 50% 的橡胶原料价格下跌幅度较大，公司短期内盈利状况将改善，但目前橡胶价格渐渐回暖，预计 09 年年均价格将较 08 年年均价格降低 20-25% 左右，而轮胎价格预计 09 年同比下降将低于橡胶。公司技术及市场定位使得公司虽然 08 年在产量上较中国产量十强还有 170 万套的距离，但收入上已进入十强。鉴于目前的市场形势和经济状况，我们调整 09 年每股收益为、元。公司是西南轮胎的重点生产厂商，主要产品载重子午胎目前受益经济刺激方案，需求前景较为平稳。鉴于公司长久以来的经营与利润稳定，对 12 万套轮胎的 2887 万元的减值计提，同时还有目前相对较低的市净率，本可给予 20 倍左右的市盈率，但考虑公司当前较高的负债、橡胶价格的波动风险，以及未来需求的不确定性，整体我们认为给予 18 倍市盈率是比较合理的。09 年目标股价 8.72 元/股。维持“增持”评级。

图 5. 橡胶价格开始企稳



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

- **风险提示：** 1. 子公司大力士轮胎的二期技改产能的实现推迟至 2010 年之后，以其其他产能不能如期按量投产或达产的风险。
2. 橡胶价格的大幅波动向上的风险。
3. 短期融资券等非贷款融资方式不能实现的风险。

公司利润表（单位：百万元 币种：人民币）

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	4,045.08	4,373.97	4630.02	6683.86	7936.76
营业收入	4,045.08	4,373.97	4630.02	6683.86	7936.76
其中：全钢载重子午线轮胎	2,100.50	2,216.66	2464.40	4172.82	5195.79
斜交轮胎	1,703.09	1,917.34	1932.67	2222.58	2411.49
半钢子午线轮胎	134.05	129.76	119.38	133.70	145.74
混炼胶	58.00	48.56	48.56	65.18	76.58
其他业务收入	49.43	61.65	65.00	89.58	107.16
二、营业总成本	3,932.46	4,339.09	4466.97	6499.63	7657.36
营业成本	3,429.92	3,779.02	3868.02	5618.73	6616.07
其中：全钢载重子午线轮胎	1,634.45	1,881.58	2069.74	3486.46	4261.23
斜交轮胎	1,603.11	1,674.93	1594.53	1875.92	2063.51
半钢子午线轮胎	111.68	131.54	111.81	131.54	144.69
混炼胶	47.39	42.57	39.33	55.45	65.15
其他业务成本	33.29	48.40	52.61	69.35	81.49
营业税金及附加	30.71	36.44	38.57	55.69	66.12
销售费用	191.09	198.41	210.02	303.19	360.02
管理费用	155.72	174.17	184.37	266.15	316.05
财务费用	94.34	124.42	165.98	255.88	299.10
资产减值损失	30.68	26.63			
加：公允价值变动收益		-4.36			
投资收益	-1.36	15.19			
三、营业利润	111.26	45.71	163.05	184.23	279.40
加：营业外收入	5.65	9.69	3.00	3.00	3.00
减：营业外支出	0.94	1.20			
四、利润总额	115.97	54.19	166.05	187.23	282.40
减：所得税费用	29.15	5.37	34.04	35.57	51.96
五、净利润	86.82	48.82	132.01	151.66	230.44
归属于母公司所有者的净利润	87.33	51.21	125.54	140.13	214.41
少数股东损益	-0.52	-2.38	6.47	11.53	16.03
六、每股收益					
（一）基本每股收益	0.34	0.2	0.49	0.55	0.84
（二）稀释每股收益	0.34	0.2	0.49	0.55	0.84

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。