

行业评级：石化增持

化工中性

2009 年 06 月 12 日

隐形的翅膀：通胀预期下的石油化工

——2009 年石化化工行业下半年投资策略

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

投资与需求的旋转木马
2009/04/27

执笔人

裴云鹏

peiyunpeng@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

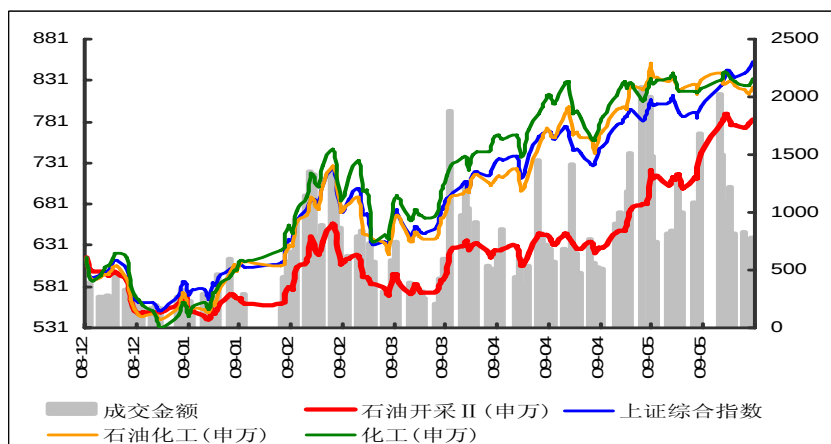
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- 国际油价未来最有可能缓步向上，波段整理，远期高涨。鉴于目前经济复苏萌芽和 G20 展现的合作维稳姿态，我们略上调原油全年均价 62-65 美元/桶。
- 我们统计的石化和化工 179 家上市公司的表现是喜忧参半，可以表示谨慎乐观，未来短期有可能放缓或小幅下滑，但长期向上姿态已确立，并且石化回暖状况要好于化工，基本符合年初对于两个行业的判断。
- 我们认为下半年投资最大的热点在于通胀预期以及在此环境下的资源溢价：成品油及其他石化炼制产品需求将增长，作为石化路线竞争者的煤化工产业链将再度回归焦点。
- 我们认为下半年投资将逐渐展现投资驱动的需求：硝酸、硝铵、塑料将展现回暖迹象；聚氨酯、轮胎、橡胶需求将维持。
- 我们认为下半年国内消费将持续增长，目前相对不被市场关注的农资、化妆品等需求刚性板块将可能再次轮动。
- 中石油、烟台万华、金发科技、新安股份、红宝丽等股票具有成长性，具有长期投资价值。
- 泸天化、辽通化工、太化股份、上海家化、中石油、中石化等股票价值被低估，值得重点关注。

一年来化工板块证券市场走势：



目录

1. 宏观经济渐渐明朗:	3
1.1.经济止跌回暖, 保八可期	3
1.2.油价将稳步提升、波段调整	6
2.化工直接相关政策分析: 保增长、保稳定向促转型转变	9
3.暖风吹拂的化工行业	12
3.1.化学工业基本产业链	12
3.2. 行业运行分析: 短期放缓, 长期向上; 石化好于化工	12
3.3.去产能化任重道远	15
3.4.结构调整, 产业升级是必由之路	17
4.行业板块市场表现: 一直是市场热点	17
5.细分行业投资分析: 石化、煤化工、民爆、聚氨酯等及其上游	20
6. 需求决定化工子行业冷暖变换	23
6.1.车辆消费的拉动利好轮胎、石油炼制、工程塑料等产业链	23
6.2.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	27
6.3.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	28
6.4. 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	31
6.5. “家电下乡” 冰箱受益最大, 聚氨酯聚醚硬泡等行业直接受益	35
6.7.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	37
6.8.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	38
6.9.农业确定性增长, 磷、钾肥及杀虫剂将是农资新增长点	39
6.10.食品业同比略降, 饮料增长对高分子包装材料需求加大	42
6.11.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	42
6.12.焦炭产能的过剩状况将促进煤焦油深加工的展开	43
7. 行业投资策略: 通胀预期下的投资驱动、资源溢价两条主线	44
8. 投资建议及盈利预测	50
9. 风险提示	51

1. 宏观经济渐渐明朗:

1.1. 经济止跌回暖，保八可期

在今年前3个月的去库存化带来的汹涌涨势之后，3-5月，月度同比、环比数据开始下调，但通过考察截止到5月份工业增加值和发电量的下滑趋缓，我们认为经济的真实底部就在眼前。同时我们考虑到2008年下半年经济增长放缓，这样今年下半年经济增长的相对基数就较低，在同比数据上很可能展现一种加速上升的态势，我们仍维持去年底全年策略中8.3%-9.5%的GDP增长。

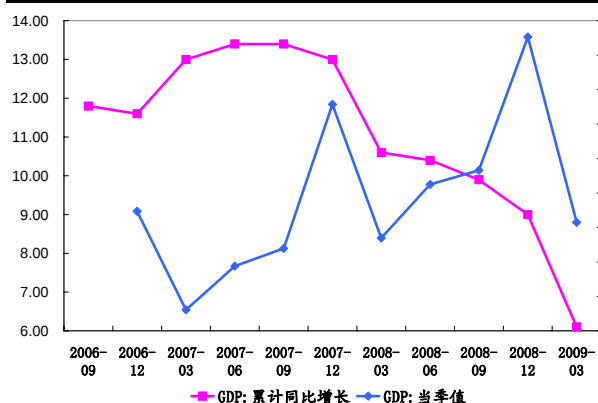
我们可以看到，我国2008年国民生产总值核算为300670万人民币，如果保持为8%以上增长，那么2009年GDP至少要是324723.6万人民币，而一季度我国GDP为65745万元，那么如果要保8，则接下来的三个季度的生产总值应至少为258978.6万元，而在2008年后三季度上生产总值为237196万元，这样相当于后三季度平均需要达到9.18%的增长。

鉴于国内投资效果在二、三季度之交才能真正显现，预计将带来生产总值至少7.3-7.5、8.1-8.6、8.5-9.1个百分点的增长。

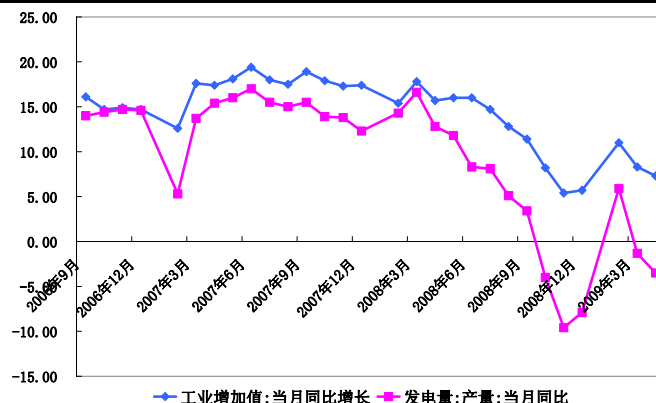
同时考察我国M2变动完全跟随美国M2变化，在美元基础货币量提升较高的现在，基本可以得出我们在货币总量上基本是采取一个紧跟最具贬值特质的主要货币战略，那么我国未来也面临着一个通胀的压力。这对数据上的保8是有帮助的。而如果需要在通胀环境下同时保证真实GDP的8，则很有可能带来一个相对过热的状况；故此，我们认为最可能通过加大基建和转型方面的投入，将流动性转入长期公用资产和贸易领域，以保持国内相对温和通胀。消弭就业压力，同时通过这种隐性、低效率的投放货币手段来对冲部分国外通胀的洗劫。

同时我们仍认为中国经济“短期看投资、中期看内需、长期看分配”。

图表 1. 2009 下半年经济增长的相对基数较低

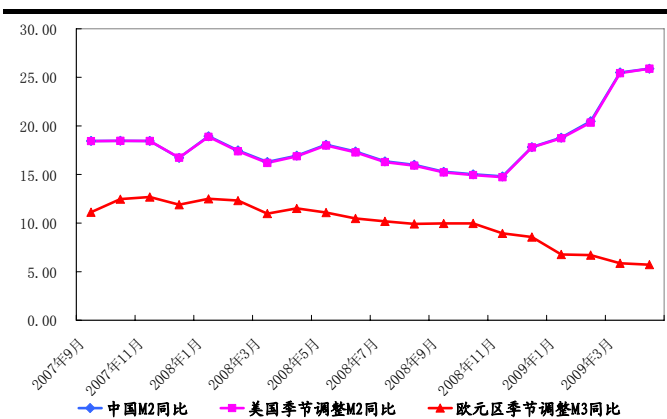


图表 2. 发电量、工业增加值下滑放缓



数据来源: wind资讯、山西证券研究所

图表 3. 中国采取跟随美国的货币投放策略



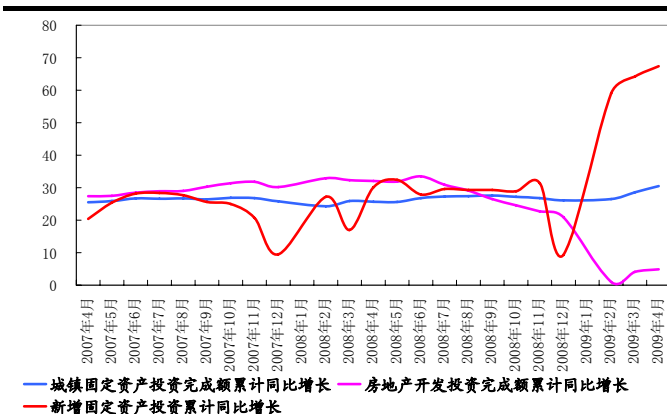
数据来源：wind资讯、山西证券研究所

具体来说，固定资产投资已出现一个较强的底部支撑向上的态势，其中新增固定资产上升明显，房地产投资出现了一个缓慢回升，地方项目开始发力，使得整体固定资产投资仍能保持向上态势。来自财政预算的资金来源增长则基本上是弥补了外资离开的缺口。

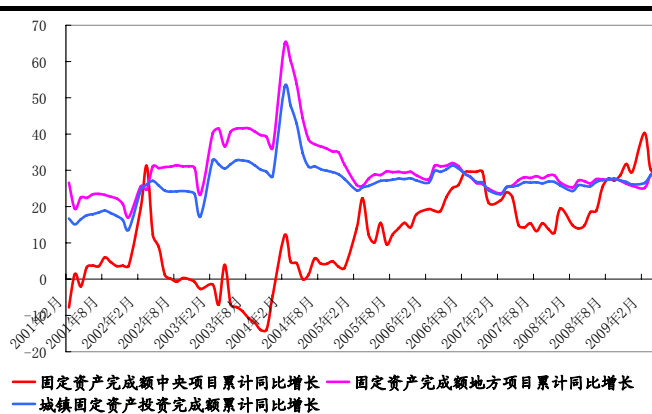
进出口贸易上出现一个低位小幅上涨，其中进口上涨大于出口。我国人力、资源、产业链等多方面相对优势明显，我国外贸出口应能保持一定规模，但同比预计为负或恰为正。进口虽由于国内购买力相对加大，同时国际资源能源价格相对低位，故此我们认为进口可能也只是恰为正。

我们认为对于消费虽可谨慎乐观，但财政减速后的可持续性需要一定警惕。同时考察财政支出状况，虽然不至于让我们担心政府后期资金动用能力，但对于后一步的支持力度必然要考虑赤字这个因素。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。

图表 4. 固定资产投资项目同比均开始回升

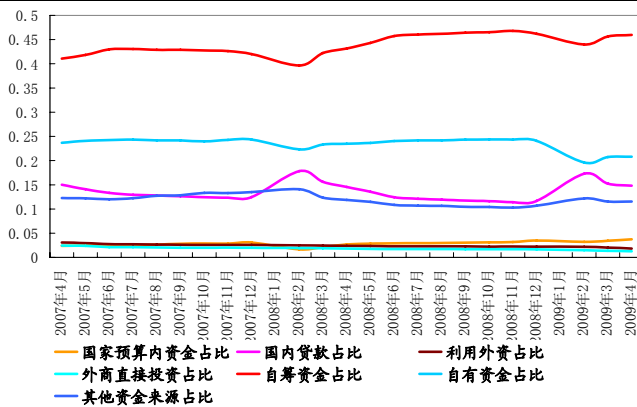


图表 5. 固定资产地方项目开始发力

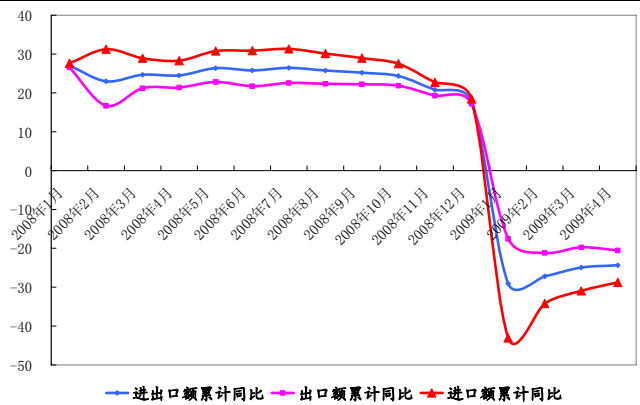


数据来源：wind资讯、山西证券研究所

图表6. 固定资产投资资金来源对比

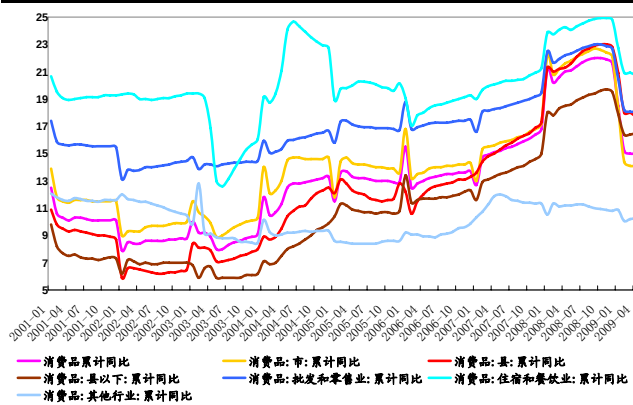


图表7. 进出口仍在低位徘徊

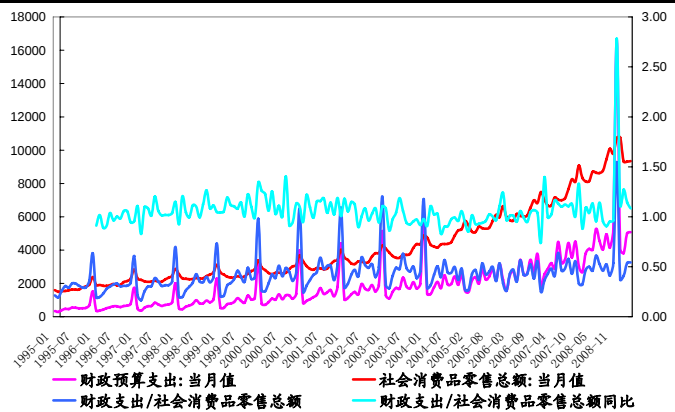


数据来源: wind资讯、山西证券研究所

图表8. 社会消费品零售总额止跌回升

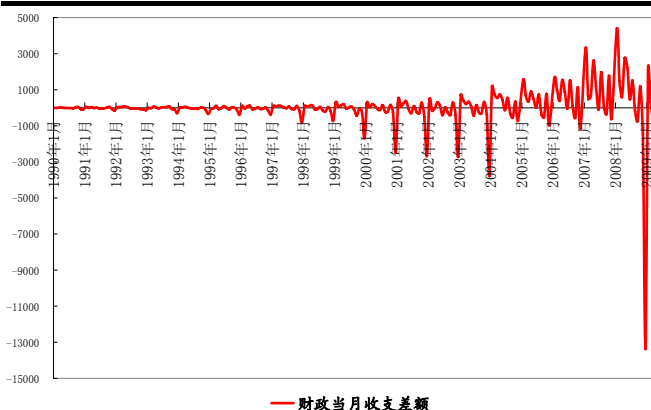


图表9. 财政支出是零售总额提升的重要因素

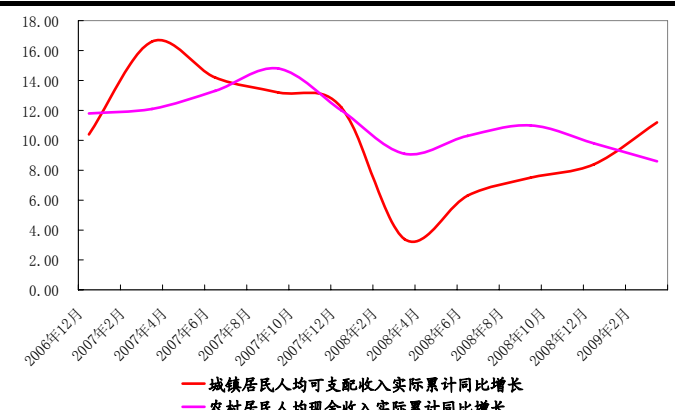


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表10. 财政压力在1季度陡然加大



图表11. 农民收入增速放缓

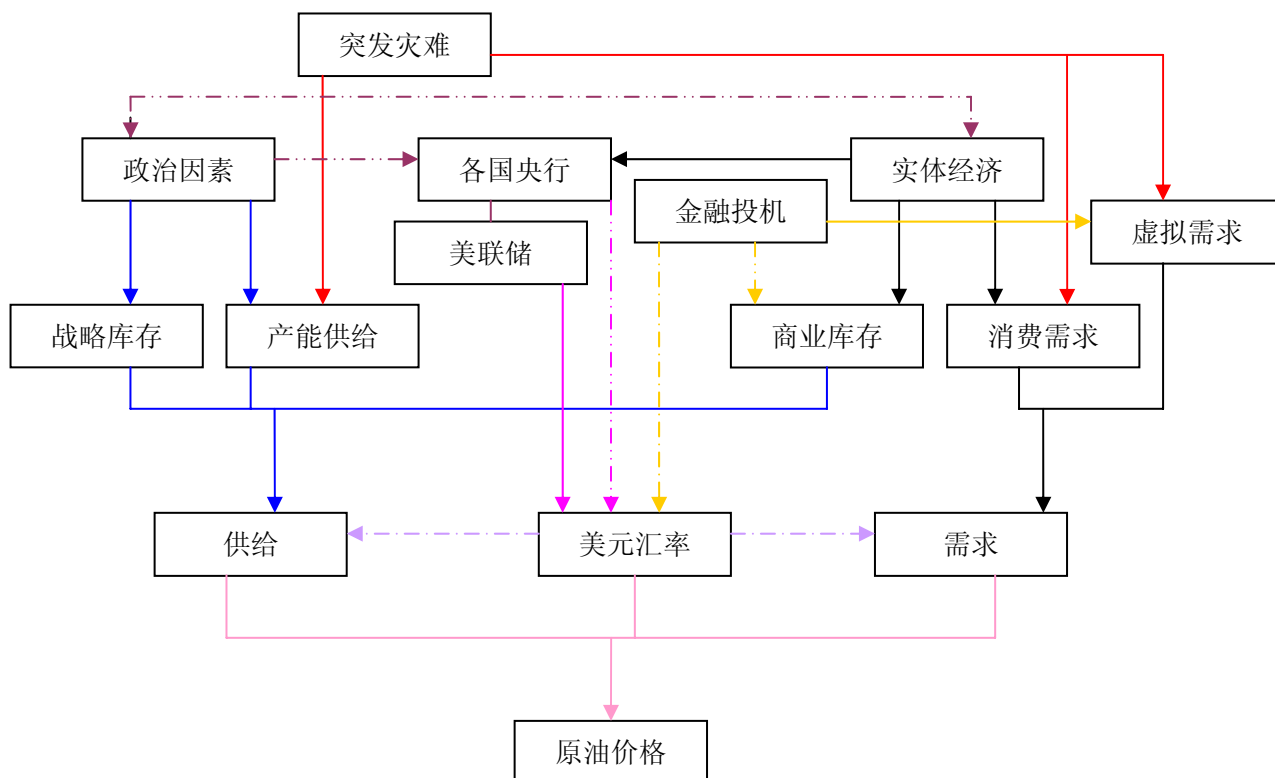


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

1.2. 油价将稳步提升、波段调整

原油在我们的定义中是一种政治金融商品，商品是其原始属性，金融属性是其当前主要价格决定因素，而政治属性是其作为一个重要资源品的本质属性。如果追溯当前原油定价体系的诞生，那么这一定义可能更容易理解：1975年，美国以提供保护为交换条件，要求海湾合作组织以后进行原油贸易结算只能使用美元，这里美国的安全保护是一个典型的政治交换砝码，美元结算直接决定了它的金融属性，原油贸易及实体工业供需表明原油的商品特征。

图表 12. 原油影响因素简示

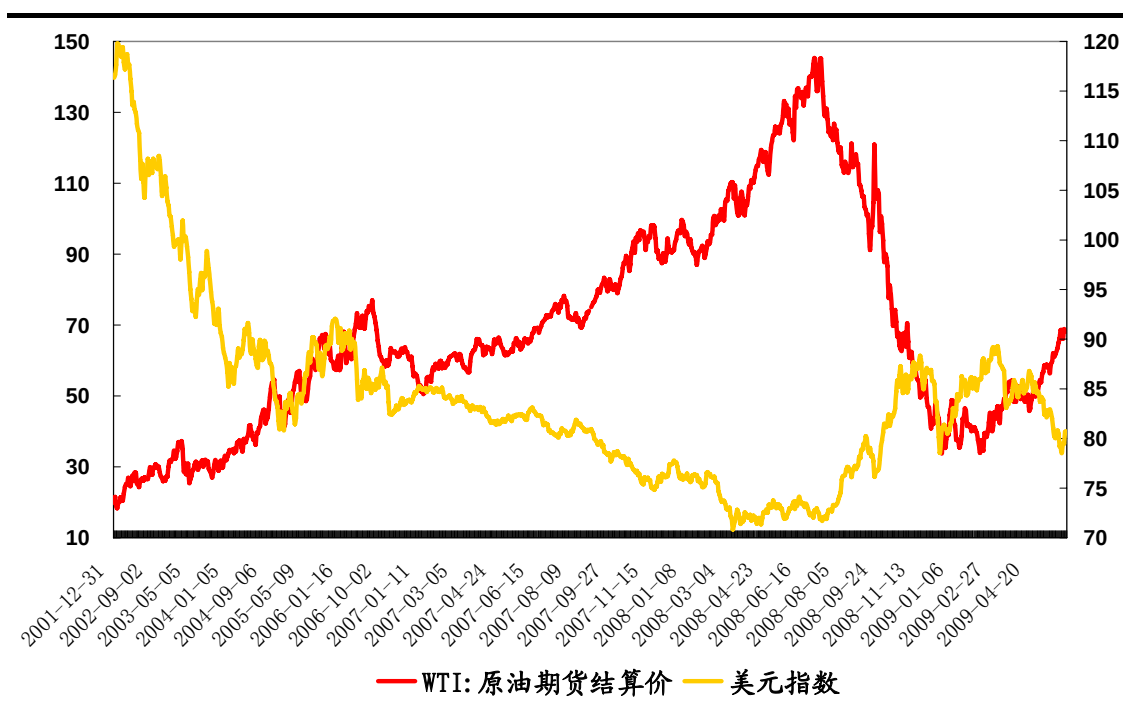


数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

注：各色路线表示不同途径；虚线表示为间接、非主要影响；所有关联关系间均是如政治和经济之间的相互作用关系，限于篇幅未以图形表示

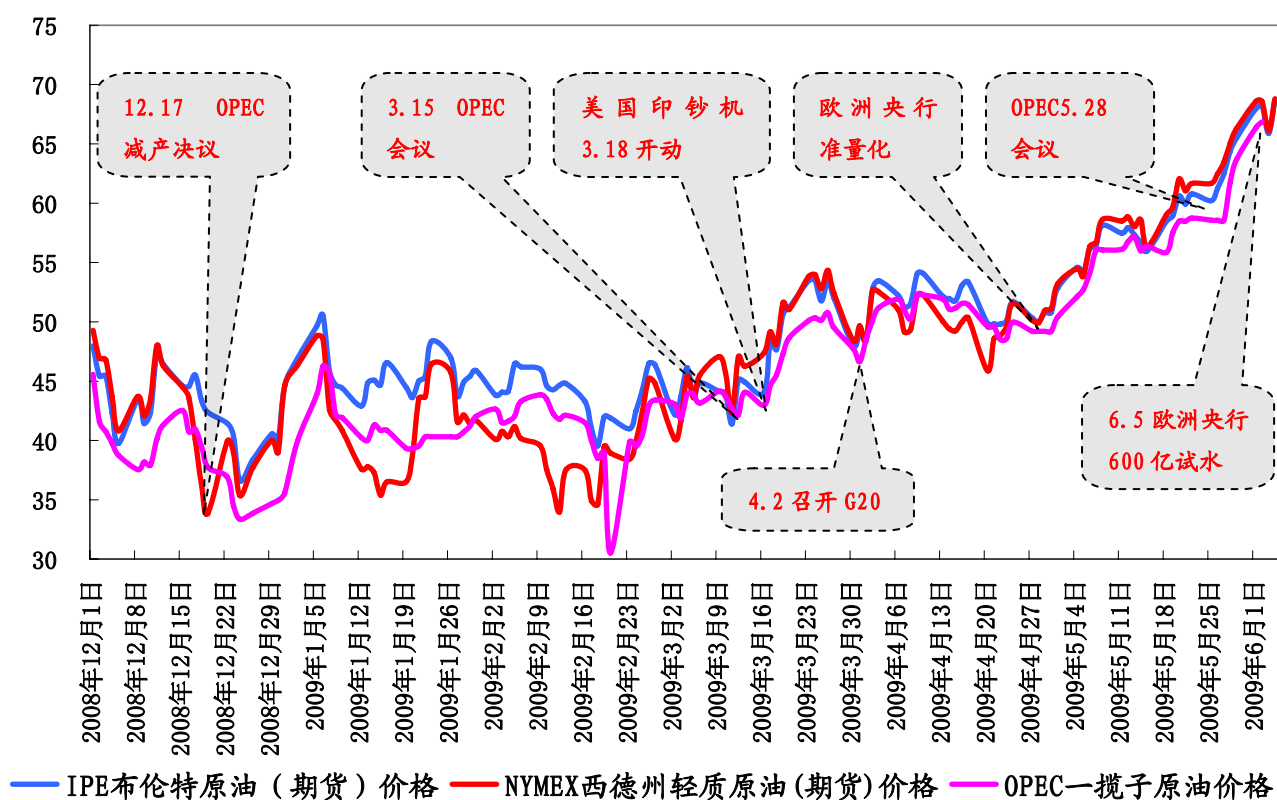
由以上定义，以及过去原油价格变动因素的甄别，我们认为虽然原油价格由供需、投机、汇率、地缘政治、突发因素等多种因素决定，但投机、地缘政治及突发因素最终都是通过供需或汇率来表现的，实际油价价格变动只是由供、需、汇率三个因素构成。在当前我们认为 OPEC 和美元因素最为关键。

图表 13. 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 14. 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



这些因素在过去半年一一展现，其中尤其重要的是欧佩克减产和 G20。如果将欧洲央行目前的 600 亿欧元视作一个试探，而不是一个真正施行量化宽松的标志，那么可以说鉴于中美两国短期内都有维持美元相对稳定，同时大多数国家希望保住很不容易出现的经济复苏的苗头，这在最近的两个重要会议：OPEC 会议和 G8 会议都有所表现，同时美元通胀预期也在加大，原油价格未来将呈现一个缓步上升的态势。投机者力量虽然重新回到市场，但是投机者的虚拟需求在当前既虚且弱，虚是指这一类原油需求在当前不会进入实体，不能为全球经济做贡献，当前现货的做空与期货的做多之间展现的就是这种焦虑；弱是指这一轮金融风暴在削弱寡头们的资本实力同时给世界带来了一个思想上更加倾向于支持政府干涉的变化，这使得投机者的操作空间变小。但是投机者必然是能带来市场更大波动的，因此市场将呈现一个随消息波段整理的态势。

六月底的 G20 应该仍是以求稳定为主，故此全球接下来在至 7 月中旬将呈现一个围绕 65-75 美元为核心的波动，上下限区间分别抬高 5 美元是考虑到欧洲央行的量化宽松的羞羞答答的出台带来的更强烈的全球通胀预期，但同时也让美元相对更强势。而原油生产国产能利用率的提升应可抵消需求的好转。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并维持到 75 美元/桶以上。依此，我们认为稳定金融体系，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甚至可能会稍提高，因此我们认为年末油价将达到 80-95 美元/桶，将 2009 年油价均价预测略升至 62-65 美元/桶。

以上预测的基础是基于 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，目前供需基本明朗下，油价波动最大的变数是来自投机、各国央行政策的风险。当然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，而且这一飙涨点最有可能在 09 年底至 2010 年中，尤其是全球经济基本见底复苏的 2010 年中。

鉴于投机力量和各国政府货币政策的隐蔽性和不确定性，我们完全不排除将我们对今年原油均价的预测提升的可能。

2. 化工直接相关政策分析：保增长、保稳定向促转型转变

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”。

在石化产业振兴规划中，农业与规模成为重点。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。在规模、农业保障条件下，这一类的政策将越来越多，必将抬高高污染行业的成本。

但是PVC期货的获批、甲醇燃料国家标准出台又告诉我们调结构短期内仍必须服务于保增长，而正因为如此，我们对未来化肥领域出现更多关税下调、淡储增加的政策保有极大地信心。我们认为保增长仍是未来的主线。但近期部分如PE塑料等获得出口退税以及之前的一系列的出口退税政策表明结构调整正在进行，而且石化产业振兴规划虽然重头在石化和化肥，涉及的其他领域均带有明显调整意味，如对黄磷、电石以及煤化工的盲目发展的遏制，同时石化和化肥并非简单的投资，而是内含产业结构的调整：产业区域化发展；化肥煤头的煤气化技术的提高；石化炼制基地的规模化、区域辐射能力；全行业的能耗、污染的强制规定。以中国经济走势在三季度或四季度预计完全明朗，则结构调整政策的力度及威力将在此区间展现。

图表 15. 石化相关政策着重于规模扩大和保持非超额利润

主导机构	动态	时间	政策结果	化工行业效果
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,保障各方合理收益,确立调价基本标准	保证石化炼制企业的基本利润
国家发展改革委	关于印发《石油价格管理办法(试行)》的通知	2009 年 5 月 7 日		
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	有利大型石化企业
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	自 2009 年 1 月 15 日起暂停收取国内航线旅客运输燃油附加	成品油价格机制保证石化利润
国家发展改革委	关于提高航空煤油出厂价格的通知	2009 年 5 月 18 日	提高航煤价格	
改革委	关于提高成品油价格的通知	2009 年 3 月 24 日	汽、柴油供应价格每吨分别提高 290 元和 180 元	
发改委	关于提高成品油价格的通知	2009 年 5 月 31 日	6 月 1 号,汽、柴油价格每吨提高 400 元至每吨 6130 元、5390 元	

数据来源:各政府机关网站、山西证券研究所

图表 16. 农资产品相关政策着重于保证产量和质量以更好的服务农业

主导机构	动态	时间	政策结果	政策对肥料影响
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	09 年 1 月 25 日起,取消钾肥外的化肥价格限制;完善化肥储备制度/综合补贴	肥料价格将大多随市场变化
发改委	完善钾肥价格管理政策的通知	2009 年 2 月 6 日	09 年 2 月 10 日起建立钾肥价格备案制度	钾肥价格难升
农业部、工信部、公安部等	2009 年全国农资打假专项治理行动实施方案	2009 年 2 月 12 日	农药市场规范、回暖	农药市场规范、回暖
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	农药市场规范、回暖	农药市场规范、回暖
发改委、工信部、财政部等	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
国家发展改革委、财政部、农业部等	关于印发 2009 年小麦最低收购价执行预案的通知	2009 年 5 月 19 日	做好今年小麦收购工作,保护种粮农民利益	支撑化肥需求及价格
国家发展改革委、财政部、粮食局等	关于做好 2009 年油菜籽收购工作的通知	2009 年 5 月 27 日	油菜籽托市收购价格为每市斤 1.85 元	支撑化肥需求及价格

数据来源:各政府机关网站、山西证券研究所

图表 17. 主要出口退税及反倾销措施中保增长蕴藏调结构

主导机构	动态	时间	政策结果	化工行业效果
财政部、税务总局	关于提高部分机电产品出口退税率的通知	2008 年 12 月 29 日	密封、铁道零件、光纤、光缆、胶片等产品出口退税调高至 14%-17%	橡胶配件等相关化工产品
财政部、税务总局	关于提高纺织品服装出口退税率的通知	2009 年 2 月 5 日	2009 年 2 月 1 日起, 短纤、长纤、无纺织物出口退税率提高到 15%	涤纶、丙纶企业受益
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通知	2009 年 3 月 27 日	4 月 1 日, 塑料、部分橡胶及其制品、甲醇、碳酸钠等化工制品提高	相关塑料、甲醇等厂商
商务部	商务部公告 2009 年第 23 号	2009 年 4 月 29 日	对原产于美、欧盟、俄和台湾地区的进口锦纶 6 切片进行反倾销调查	锦纶生产商
商务部	1, 4-丁二醇反倾销案初裁公告	2009 年 5 月 5 日	进口沙特、台湾的 1, 4-丁二醇, 应缴纳 9.3-31.6%保证金	BD0 生产商
商务部	商务部公告 2009 年第 31 号	2009 年 5 月 27 日	韩、泰国的进口的二甲基环体硅氧烷需加缴保证金	有机硅单体生产商
财政部 国家税务总局	关于进一步提高部分商品出口退税率的通知	2009 年 6 月 3 日	2009 年 6 月 1 日部分塑料的出口退税率提高到 13%	PE 塑料生产商

图表 18. 与化工相关其他保增长政策多是短保增长、长促转型

主导机构	动态	时间	政策结果	化工行业效果
国务院等	加大家电下乡政策实施力度的通知	2009 年 2 月 26 日	补贴品种增至 10 类; 限购增到 2 台	家电用塑胶需求加大
证监会	批准大交所开展聚氯乙烯期货交易	2009 年 4 月 15 日	保证 PVC 产业平稳发展、产业转型	PVC 增加期货需求
工信部	推进“信息下乡”活动的意见	2008 年 4 月 18 日	村村通电话, 完善农村信息服务平台	电缆、光缆需求加大
财政部	恢复征收硫酸进口环节增值税通知	2009 年 5 月 22 日	6 月 1 日起进口征收 17% 增值税	有利炼、焦尾气处理
国家标准化 管理委员	车用燃料甲醇标准	2009 年 5 月 25 日	2009 年 11 月 1 日起实施该燃料甲醇标准	可能引出甲醇汽油标准, 增大甲醇需求
发改委、财政部、商务部等	促进扩大内需鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案	2009 年 6 月 1 日	交旧购新补贴不超过家电销售价的 10%, 并分品种确定上限	家电用塑胶需求量加大

图表 19. 结构调整政策显示节能环保是结构调整主要方向

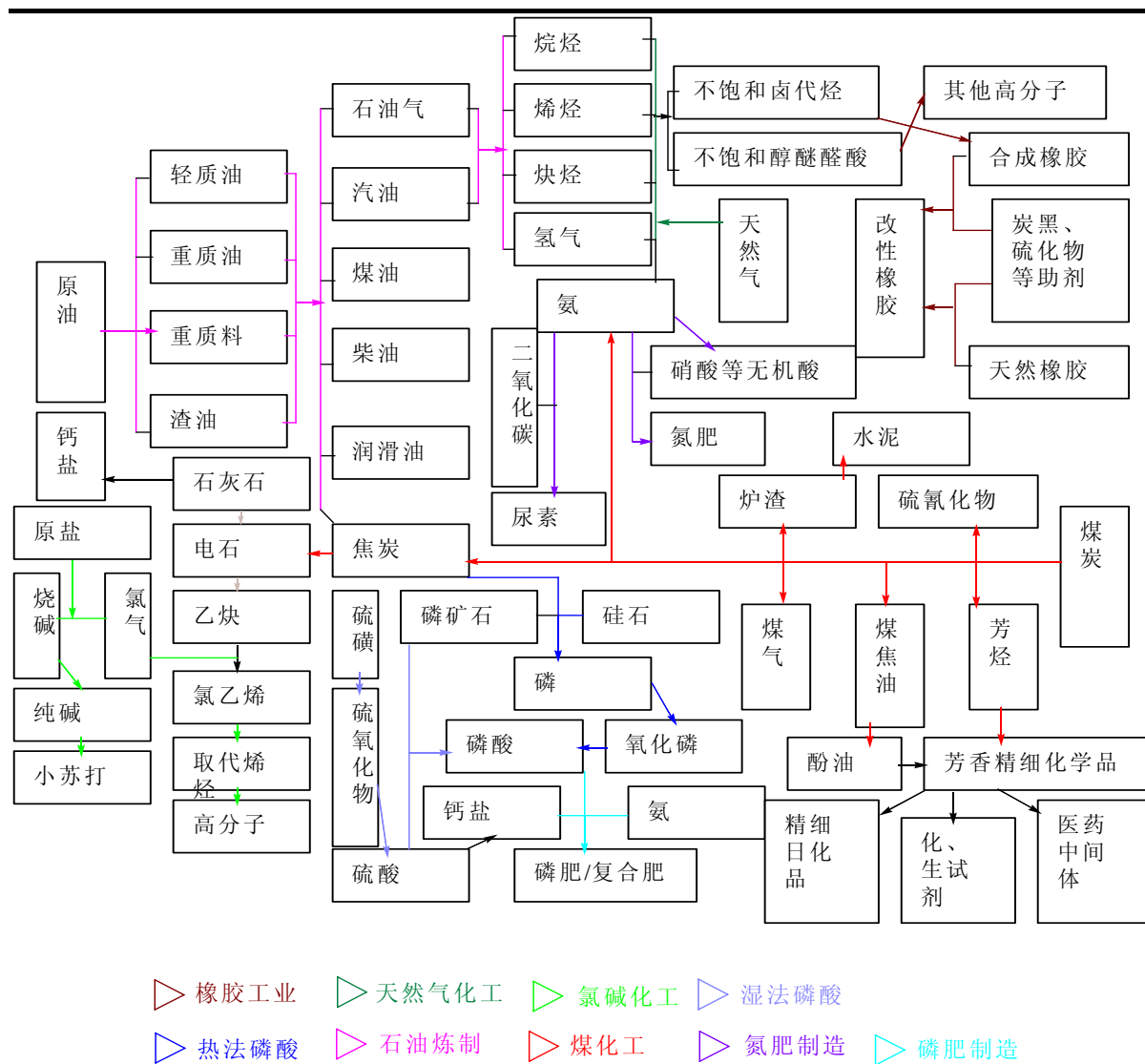
主导机构	动态	时间	政策结果	化工行业效果
发改委	4 万亿投资的重点投向和资金测算	2009 年 4 月 12 日	4 万亿投资, 大石化占比 9.34%	受益规划资金推动
国家发改委	石化产业调整和振兴规划	2009 年 5 月 20 日	大石化、大化肥战略确定	大战略下调整明显
工信部	关于遏制钢铁行业产量过快增长的紧急通报	2009 年 4 月 24 日	叫停钢铁快速复产	限制钢铁、焦炭
发改委等	清理优惠电价有关问题的通知	2009 年 2 月 25 日	3 月 15 日前取消各地的优惠电价	限制黄磷、电石等
国务院办公厅	关于印发促进生物产业加快发展若干政策的通知	2009 年 6 月 2 日	促进生物能源和生物制造领域的发展	生物多元醇、生物原料 高分子受益
国务院	关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知	2009 年 5 月 25 日	煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷最低资本金比例为 30%。	限制高耗能烧碱、黄磷等
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	追溯至 2007 年, 企业实施 CDM 项目的所得税减免	CDM 企业受益

本页数据来源: 各政府机关网站、山西证券研究所

3. 暖风吹拂的化工行业

3.1. 化学工业基本产业链

图表 20. 基本化工产业链



数据来源：山西证券研究所

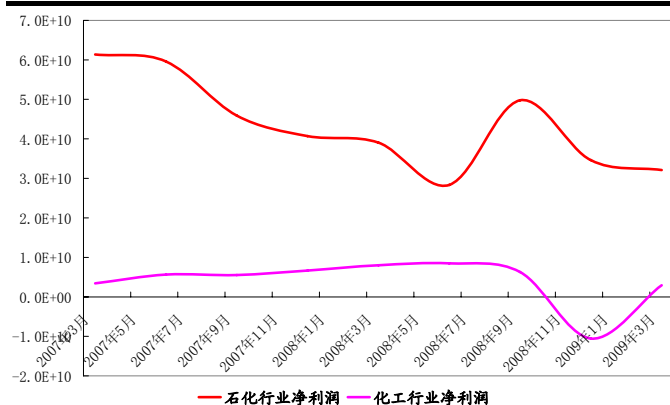
3.2. 行业运行分析：短期放缓，长期向上；石化好于化工

我们统计的石化和化工 179 家上市公司的表现是喜忧参半，可以表示谨慎乐观，未来短期有可能放缓或小幅下滑，但长期向上姿态已确立，并且石化回暖状况要好于化工，基本符合年初对于两个行业的判断。

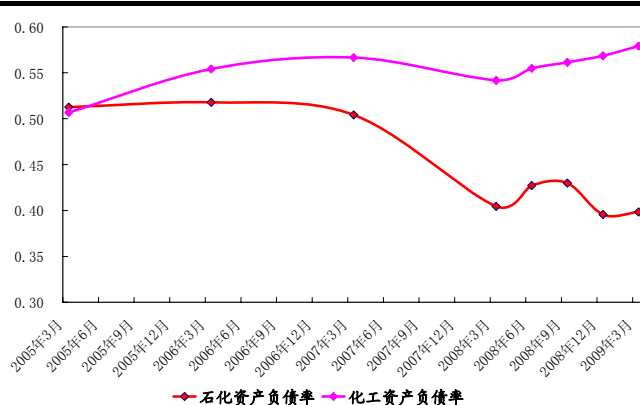
从分析的各项指标来看，石化和化工行业的主营收入同比下降仍在继续；毛利均环比上升，同比也位于高位，但由于石化和化工产值出现萎缩，故虽然利润率有所提高，但净利润低于 05-07 年 1 季度的利润率；ROE 环比上升，同比位于近期历史低位，显示目前三项费用、在建工程、产能扩张等的延续高位运行仍对行业影响较大；石化资产负债率虽有小幅变动，但基本位于安全区域；化工资产负债率逐季升高；石化经营现金流状况和去库存化状况要好于化工行业；石化存货周转率开始明显下降，化工存货周转率维持低位，2009 年 1 季度二者均低于 05-2008 年的 1 季度的最低水平。

其中通过对存货周转率的分析，可以得到石化产品由于成品油定价机制形成时，成品油价格相对而言比当时原油 40 余美元的均价相比要高，使得后期成品油调价如果按照比例调升，则将给予石化炼制企业以超额收益，这也是成品油价格调整在 4-5 月屡次爽约的原因。参考目前国内外油品价格，我们认为这一超额收益仍然以价差形式存在，未来短期内成品油调整仍将有所保留。

图表 21. 石化化工上市公司单季净利润（元）

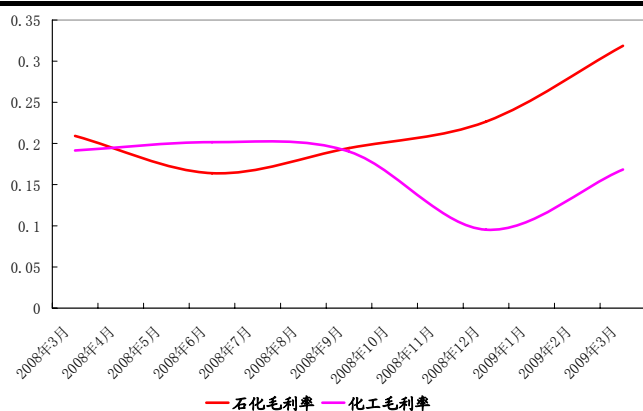


图表 22. 05 年以来石化化工上市公司单季资产负债率

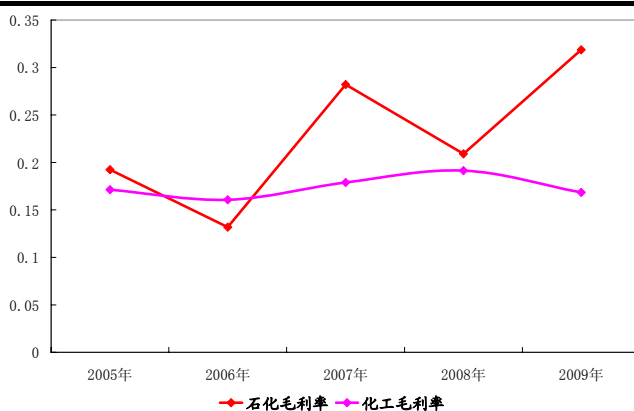


数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 23. 08 年以来石化化工上市公司单季毛利率

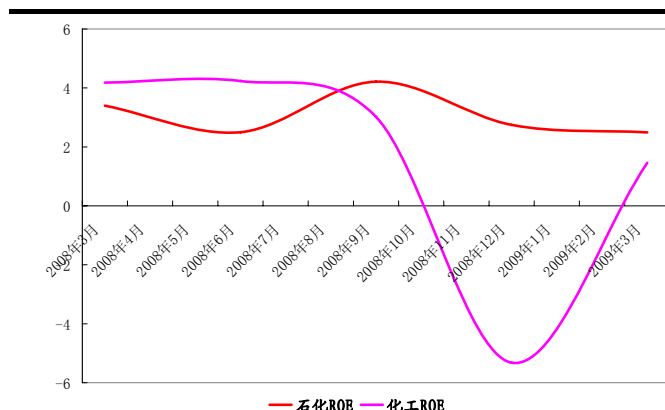


图表 24 石化化工上市公司历年一季度单季毛利率

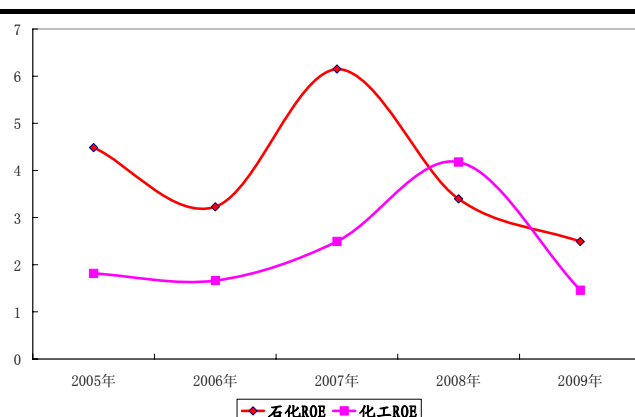


数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 25. 08 年以来石化化工上市公司单季 ROE (%)

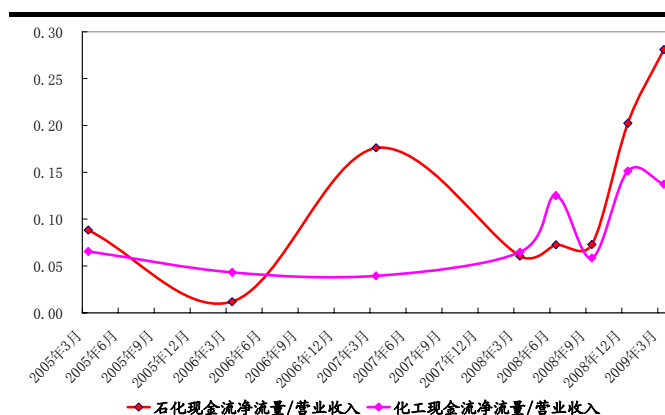


图表 26. 石化化工上市公司历年一季度单季 ROE (%)

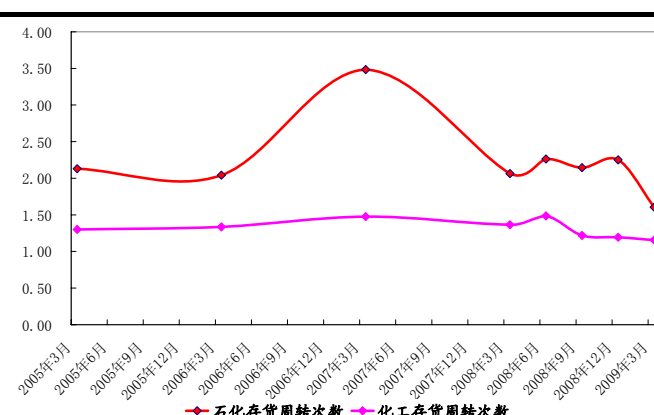


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 27. 石化化工上市公司单季经营现金净流量/营业收入



图表 28. 石化化工上市公司单季存货周转率



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

截至 4 月最新的行业数据完全符合以上分析的特点: 产品销售率自 1-2 月份的低点回升明显, 显示需求的一定刚性, 4 月份维持较高位置, 但已经环比略有下降; 而在总产值和销售总产值上, 也是出现环比增长速度下降的状况; 在与工业整体比较时, 石化行业在产品销售率、出口交货值、总产值和销售总产值上的环比增长的表现均要优于前者, 但是在同比数据上, 出口交货值、总产值和销售总产值石化行业则全部低于工业整体表现, 这显示石化行业整体虽然略有好转, 但是周期性行业的束缚使得其目前仍未走出景气低谷。而在出口交货值上的连续 5 个月的同比均低于 80%, 环比变化有限, 结合工业整体出口状况和我国进口出口数据, 可以说出口领域的负增长仍将持续, 这对外贸出口低端化学品为主企业将构成重大打击。

图表 29. 工业及石化产值及销售状况 4 月份之后略有放缓

同比增长项目	2008 年 12 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月
工业总产值同比增长	4.80%	-0.60%	3.10%	1.30%
工业销售总值同比增长	-8.50%	-1.20%	2.00%	1.40%
工业出口交货值同比增长	-8.80%	-17%	-13.90%	-14.30%
工业产品实际销售率	98.70%	97.20%	96.90%	97.80%
石化总产值同比增长	-6.80%	-17%	-8.40%	-8.40%
石化销售总值同比增长	-6.30%	-18.50%	-8.90%	-8.70%
石化出口交货值同比增长	-20.50%	-23.70%	-23%	-23.20%
石化产品实际销售率	98.94%	96.73%	98.60%	98.58%

数据来源：石油和化工经济数据快报、山西证券研究所

注：考虑到春节分布，2 月数据为 1-2 月累计数据；本文中所有同比、环比值均为相对同比值

3.3. 去产能化任重道远

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 30. 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

注：数据时间截止 2008 年 11 月底；大部分世界数据对中国产能变动采取不予

考虑态度

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 31. 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	90
	需求	6380	768.7	5285	209	100	93	92.1
2010	产能	8500	1335	7820	335	195	170	162
	需求	8000	847.5	5945	241	150.5	108	114.7
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	250
	需求	1765	1667	1250	190	1190	300	636
2010	产能	2750	2920	6000	830	2800	1100	400
	需求	1960	1890	2200	240	1300	350	710

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；

2010 年预测包含主要生产厂商的在建及规划产能

图表 32. 我国部分产品 2008 年实际产能统计：万吨

产品	钾肥	尿素	二铵	黄磷	草甘膦
产能	420	5880	1300	90	55
产品	甲醇	PVC	ABS	丁二烯	聚醚
产能	2818	1581	266	177	150
产品	有机硅单体	天胶	氯纶	BD0	PVA
产能	103	58	32	27	72

数据来源：山西证券研究所

图表 33. 我国部分产品 2008 年产量、净进口量、表观需求量统计：万吨

品名	产量	净进口量	表观消费量	对外依存度 (%)
纯苯	403.4	25.9	429.3	6.02
甲醇	1126.3	106.6	1232.9	8.65
醋酸	171.3	28.2	199.4	14.1
乙烯	1025.6	70.7	1096.3	6.45
PE	689.5	441.1	1130.6	39.02
PP	733.2	279.5	1012.7	27.6
ABS	9.4	62.5	71.9	86.95
PVC	881.7	48.1	929.7	5.17

数据来源：石油和化工数据快报、山西证券研究所

图表 34. 我国部分产品 2009 年 1-4 月产量、净进口量、表观需求量统计：万吨

品名	产量	净进口量	表观消费量	对外依存度 (%)
纯苯	135.5	40.7	176.3	23.11
甲醇	297.6	224.6	522.1	43.01
醋酸	58.2	8.8	67.1	13.23

烧碱	576.4	-62.3	514.1	-12.12
纯碱	583.1	-89.5	493.6	-18.13
乙烯	327	35	362	9.67
PE	254.6	242.2	496.8	48.75
PP	256.8	124.3	381	32.61
ABS	9.4	62.5	71.9	86.95
钾肥	72.3	88.5	160.9	55.05
PVC	267.7	79.74	347.4	22.96

数据来源：石油和化工数据快报、山西证券研究所

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。

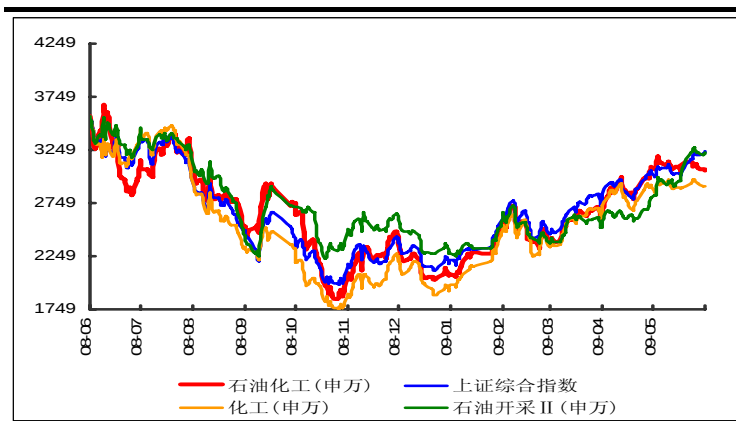
前一类进口量是由于技术、工艺、产能倾斜导致的，是化工产业在外贸恶化中一块可以通过产业转型释放产能的新天地。后两种情况因资源所限，如甲醇生产成本，中东气头远低于我国煤头，这是我们无法改变或乐于成见的，也可以通过产业升级，开发新产品获得新的市场份额。后两种资源限制的状况也可以通过走出去，通过完善上游产业链的方式进行产业升级，达到降低成本，提高竞争力，获取更多市场份额的目标。

总之，苦练内功，产业升级是我国化工企业必由之路。

4. 行业板块市场表现：一直是市场热点

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阶段性涨幅上都要高于大盘。

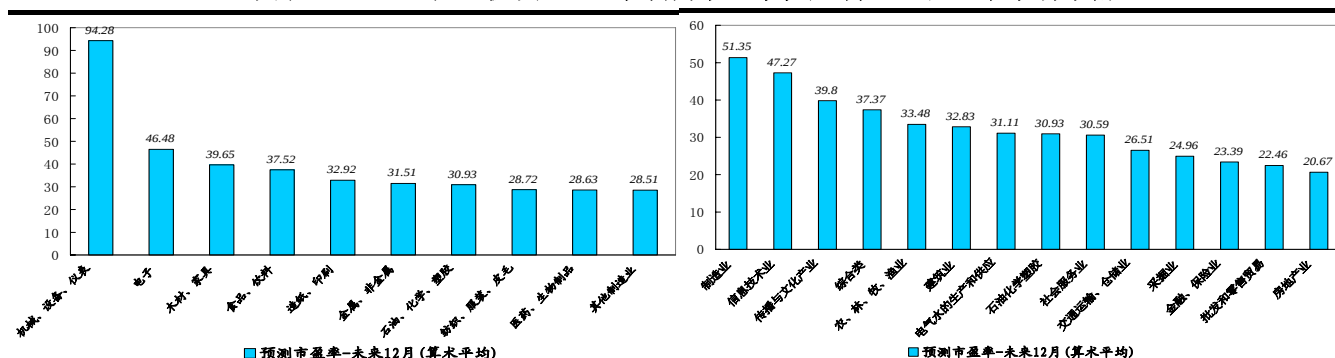
表 35. 化工板块一年以来大部分时间强于大盘



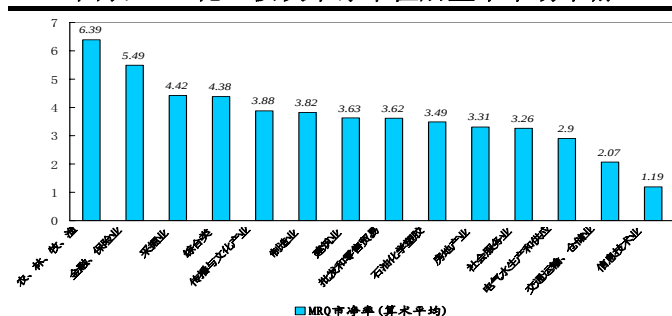
数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

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 36、37. 化工板块 2009 年预测市盈率位居制造业和整个市场中游



图表 38. 化工板块市净率位居整个市场中游



以上数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

截止 6 月 5 日, 石油和化工板块总共合计占总市值的 10.68%, 其中石油开采占比 8.64%, 化工 2.04%; 而流通市值上石油和化工板块的权重是 7.03%, 其中石油开采占比 2.15%, 化工 4.88%。对应阶段上涨区间, 其交易金额占当期

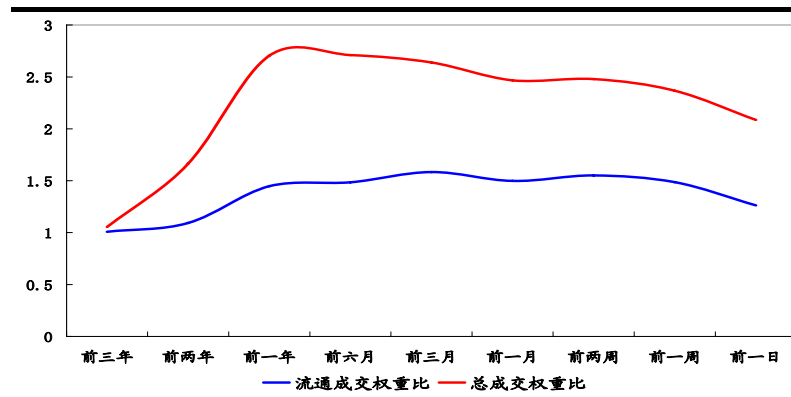
交易金额的权重都要大于这一数值，则必然更大于当时化工板块的市值权重。显示了化工行业是市场的热点之一。

我们设置： $\text{板块流通成交权重比} = \text{板块成交量权重} / \text{板块流通市值权重} = (\text{板块期间交易量} / \text{期间市场总交易量}) * (\text{板块流通市值} / \text{期间总流通市值})$ ；

$\text{板块总成交权重比} = \text{板块成交量权重} / \text{板块总市值权重} = (\text{板块期间交易量} / \text{期间市场总交易量}) * (\text{板块期间市值} / \text{期间总市值})$ 。

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。**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 则是市场的相对盲点。

图表 39. 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：权重对比数值均为同期值；数据截止为 5.5

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**，而且近期虽有小幅下滑的趋势，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。而且对比近期其他资金重点活跃行业，如房地产、有色、煤炭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，补充流动性的信贷增长是不大可能终止的。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。

图表 40. 各行业板块流动权重比较：化工是热点之一

	2009-6-4	2009-5-29	2009-5-5	2009-3-5	2008-12-5
农、林、牧、渔业	2.76	3.43	3.38	4.12	7.07
电力、煤气及水的生产和供应业	2.34	1.97	1.8	1.31	1.37
建筑业	1.9	1.27	1.53	1.39	2.11
石油、化学、塑胶、塑料	2.93	3.01	3.4	3.5	3.59
制造业	2.93	2.85	2.87	2.63	2.87
石油和天然气开采业	0.13	0.17	0.08	0.1	0.08
采掘业	0.46	0.5	0.48	0.39	0.35
社会服务业	2.04	2.25	2.53	2.55	2.6
批发和零售贸易	2.96	2.82	3.35	3.17	3.11
传播与文化产业	2.65	3.1	3.03	2.86	2.23
交通运输、仓储业	1.4	1.34	1.69	1.34	1.41
房地产业	2.83	2.29	3.21	2.8	4.23
金融、保险业	0.31	0.26	0.18	0.38	0.24
信息技术业	1.96	2.78	2.16	2.04	2.11
综合类	3.68	4.35	4.19	3.53	3.69

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

5. 细分行业投资分析：石化、煤化工、民爆、聚氨酯等及其上游

化工行业回暖与宏观、油价息息相关，目前宏观经济虽已表现向好迹象，但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：在石化协会统计的化工各子行业的产值同比、环比大多与行业产值的同比、环比变化同时同向变化：1-2 月份出现一个较大的滑坡，3 月份快速提升，4 月份数据相比 3 月份略降；其中只有农药和化学矿开采两个子行业的同比环比变化略有出入，农药行业单月同比数据逐月下降，显示行业在去年底面对农业生产利好消息时采取的产量放大在当前的不可持续和农药价格的逐步降低。但是各子行业之间环比变化幅度以及同比增长的数值相差较大：肥料、农药、橡胶、化学矿藏、专用化学品、专用设备制造等子行业同比增长接近或超过 5%，而石油开采由于原油价格的逆转，同比下降超过 38%。

图表 41. 石化部分细分行业的产值同比增长

同比增长项目	2008 年 12 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月
石油天然气开采	-22.90%	-43.10%	-41.90%	-38.30%
石油精炼	-18.90%	-23.10%	-14.70%	-14.10%
化学矿采选	4.70%	22.90%	5.50%	5.20%
基础化学原料制造	-12.60%	-17.70%	-6.50%	-6.20%
肥料制造	5.70%	1.40%	11.30%	6.10%
化学农药制造	13.60%	10.20%	9.80%	4.70%
涂料颜料	5.30%	-4.60%	1.90%	0.60%
合成材料	-2.10%	-16.40%	-7.10%	-5.30%
专用化学品	22.00%	5.90%	13.50%	8.20%
橡胶制品	-1.60%	-3.70%	8.00%	6.90%
专用设备制造	47.00%	33.30%	21.60%	15.10%

数据来源：石油和化工数据快报、山西证券研究所

注：考虑到春节分布，2 月数据为 1-2 月累计数据

由于石化化工行业涉及领域众多，各个子行业的差别很大，这些差别不仅体现在以上谈及的子行业分类及产值方面，对于上市公司而言更体现在盈利能力的重要指标之一的主营业务毛利率上。我们将石化 21 家公司依照主业不同分为原油生产及炼制、原油服务、原油深加工及销售等三个板块，将化工 157 家公司分为塑料制品制造、纤维制品制造、橡胶制品制造、化工新材料、化肥、农药、民爆产品制造、其他精细化学品、盐化工、其他磷化工、其他煤化工、其他无机化学品等十二个子板块。

在这 15 个子版块中单季毛利环比增长的有 10 个，加上扭亏为盈的纤维和盐化工，毛利环比增长的有 12 个，达到 80%，而且磷化工、民爆、农药等三个板块的毛利环比增长也都在 93%以上。可以说环比状况显示各子行业的盈利能力正在恢复。

但是这 15 个板块毛利率同比 08 年一季度增长的只有 6 个，加上同比降低小于 10%的橡胶和其他无机化学品也只有 8 个板块，其他 7 个板块毛利同比降幅在 25%以上。同比状况告诉我们行业虽然正在反弹，但是目前仍处于相对不景气中。

图表 42. 上市公司石化和化工及部分细分行业的毛利率比较

行业名称	环比 08-4Q	同比 08-1Q	同比 07-1Q	同比 06-1Q	同比 05-1Q
原油、天然气及其初级制品	1.41	1.52	1.13	2.42	1.13
原油服务	1.34	0.87	0.85	2.33	0.85
原油生产及炼制	1.41	1.54	1.13	2.43	1.13
原油产品再加工及销售	1.53	1.15	1.66	1.57	1.66
化工原料及制品制造	2.42	1.16	1.24	1.39	1.24
塑料制造	1.59	1.12	1.23	1.32	1.23
其他煤化工	1.24	0.66	0.74	0.91	0.74
化工新材料	1.04	0.67	0.61	0.60	0.61
玻纤	0.70	0.62	0.54	0.49	0.54
有机硅	55.57	0.37	0.33	0.30	0.33
聚氨酯	1.32	0.69	0.69	0.71	0.69
纤维制品	-0.58	0.43	0.35	0.58	0.35
氨纶	-0.19	-0.07	-0.05	-0.12	-0.05
精细化学品	1.29	1.07	1.01	1.00	1.01
化肥	1.57	1.08	1.21	1.31	1.21
尿素	0.97	0.64	0.63	0.63	0.63
气头尿素	1.04	0.83	0.72	0.74	0.72
煤头尿素	0.65	0.30	0.39	0.37	0.39
其他磷化工	0.93	0.73	1.02	0.86	1.02
民爆产品	0.93	1.13	1.04	0.99	1.04
炸药生产	0.99	1.41	1.18	1.16	1.18
橡胶制品	2.08	0.97	0.99	0.96	0.99
轮胎制造	12.62	0.87	0.88	0.83	0.88
农药	0.98	0.68	0.85	1.05	0.85
其他无机化学	1.01	0.99	0.76	0.76	0.76
盐化工	-4.74	0.42	0.48	0.54	0.48

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

注：白色栏为一级子行业；浅蓝栏为二级子行业；湖绿栏为三级子行业；该表为同比、环比值；各细分行业公司是依据收入、利润贡献率七三开权重拟合得到的主营方向确定的；各公司一旦归入相对细分行业，则其全部相关数据归入该细分行业统计。

通过对本文所言的狭义的石化行业，也就是图表 39 所指的原油、天然气及其初级制品板块的考察，我们可以看到石化行业毛利不仅同比 08 年一季度同比增长、环比 08 年 4 季度增长，而且比 05-07 年一季度毛利都要高，显示了石化行业目前较佳的盈利状况。由于同比 08 年一季度毛利提高了 52%，这样即便剔除可能存在的“暴利税”计提，石化行业毛利仍是同比提升的。

化工新材料行业在我们的分类里涵盖有玻纤、硅材料、陶瓷纤维、高性能无机材料、有机硅、有机氟、蜜胺复合材料、聚氨酯、新型三大合成材料等 9

大类。玻纤、有机硅、聚氨酯等行业是目前市场关注度较高的行业，它们与化工新材料行业整体毛利率都呈现出 09 年 1 季度环比向上，但同比 05-08 年均下降超过 30%，这是由于虽然这几个行业需求降低不大，但产能在这段时间内扩张较快，而且大多集中于 08 年下半年至 2010 年左右释放，可以说，即便未来经济向好实现，产品价格能够上升，净利润能够提高，毛利率预计也不可能回到原来的高位。

化肥行业在我们的分类里有尿素、磷铵、钾肥、复合肥 4 大类。化肥行业整体毛利率环比同比均是增长，但是尿素行业毛利率虽然环比勉强增长，但是尿素价格的低位运行，使得毛利同比均大幅下降 37% 左右。这其中，煤头尿素企业由于煤价下降幅度较小，甚至有的还略微上涨，这使得煤头企业的毛利率自 08 年以来一路下滑，在 09 年一季度仅有 6.1%，仅有 08 年 1 季度毛利水平的 1/3 左右。气头尿素毛利率同比也大幅下滑 17%，但在 09 年 1 季度仍有 19.6%。

民爆行业在我们的归类里包括炸药、火棉、硝铵等 3 大类。其中炸药环比数据基本持平，但是由于去年三季度的炸药价格提升、当前煤炭价格同比降低，使得炸药毛利率同比提升 41%。而民爆产品行业的其他炸药原料企业的毛利率则同比、环比均呈下降趋势。但一季度毛利环比下降的状况表明利润正在向上下游转移。

6. 需求决定化工子行业冷暖变换

需求是决定行业景气度的根本原因。化工行业由于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：

6.1. 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、货车产量在 1-3 月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。4、5 月份轿车产量的启动最为明显，显示以民众消费为主的需求开始启动。

以我国居民人均收入与汽车价格相比，这一内需的启动，只要中国社会保障体系逐步完善，这一过程将持续较长时间。

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和持续性，因为大排量汽车在我国汽车格局中占比非常小，使得数量上的微小变化也会展现为同比的大增，而4月份的累计同比数据，大排量汽车迅速下降，显示这只是产量的一个相对集中于春节投放带来的幻像。

通过考察交通运输客运量和货运量的变化，我们可以看到排除春节因素，相对1-2月整体来说，我国货运量在3、4月份提高均超过两个百分点，其中公路货物运输量同比增长已经由年初的接近-8%提高到8.4%，显示了工业的强劲恢复。1-3月由于油价低位运行，铁路运力相对不足、春节因素等影响，货物运输结构向着有利公路货运的方向发展。而伴随油价上涨，在4月份，公路运输占比略有下降，短期之内我们认为这一结构趋势仍将随油价提升而持续。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。

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，甚至出现回落。

汽车与物流业的强劲恢复让我们可以大胆看好武汉塑料。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。

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，在泰国延缓收储20万吨的情况下，以及美元贬值预期下基本维持住了价格。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。

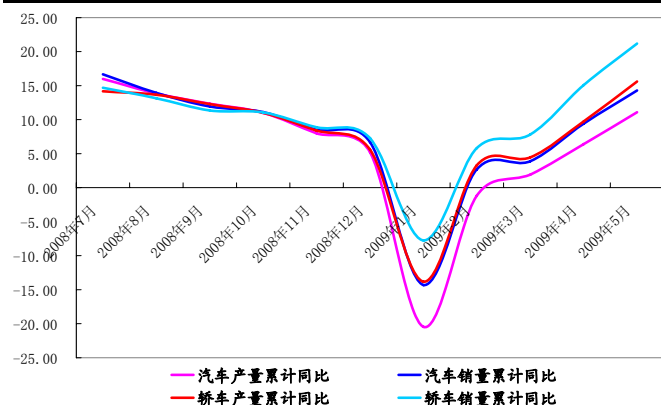
从这些产品产量同比增长止跌回升的时点上看：我们看到子午化轮胎与轮胎外胎总量回升的时间基本一致，而且子午胎回升的速度略快于轮胎外胎，但在3月份的时点上，外胎整体增长速度赶上了子午胎，我们可以得出当前农用车及大型斜交胎的释放产量使得子午胎、斜交胎的比例基本维持08年水准，但对比轿车比重的加大，子午胎的比重将缓慢加大。帘子布产品是轮胎生产中需要及时应用的，产品周转周期短，使得帘子布在轮胎生产之后立刻得到启动。而橡胶产品作为一个国内整体上需要进口的资源类产品，同时也是轮胎制造的主体原料，产品的备货量相对较大，这使得橡胶包括合成橡胶启动时间要晚于轮胎近一个月，而且3月份由于原油价格下降、利润回升、库存补足等原因，合成橡胶企业开工积极，使得当月刹那产量同比增长飙升，远超轮胎需求增长，同时原油价格快速上涨下，生产放缓，4、5月份的回落是一个正常的回调。

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，我们推荐重点关注品种齐全、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。

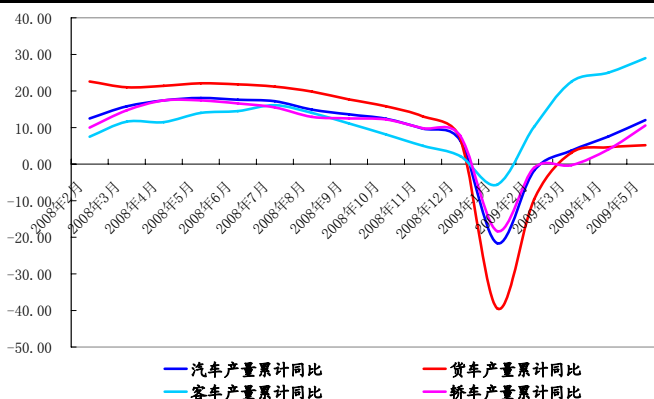
当前汽、柴、煤油产量均逐月环比增长，3月份汽油产量累计同比增长已高于2008年同比增长5%左右的均值。煤油累计产量也基本与2008年持平。成品油产量增长的原因基本可以归结为：原油价格整体同比下降、成品油定价机制改革使得成品油生产商利润空间增大且稳定，生产意愿加强；汽车产业振兴计划见实效，汽车下乡促销售增长，基础建设物流及动力燃料提升，这些使得成品油生产商下游需求的提升，也提升了生产商的生产意愿；石化规划炼油产能渐渐提高，为保证折旧摊薄的合理水平，生产商有加大开工率的意愿，这使得产量必然提升。可以说这产能、需求、利润的原驱动在今年内仍将能够保持，因此我们2009年长期看好石油炼制行业吗，推荐重点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**，适当关注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状况，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，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。短期柴油在6-8月、11-12月可能会因为基建开工加速而价格上调，但车辆结构决定汽油将是未来成品油主力。

图表 43. 汽车产销量回升

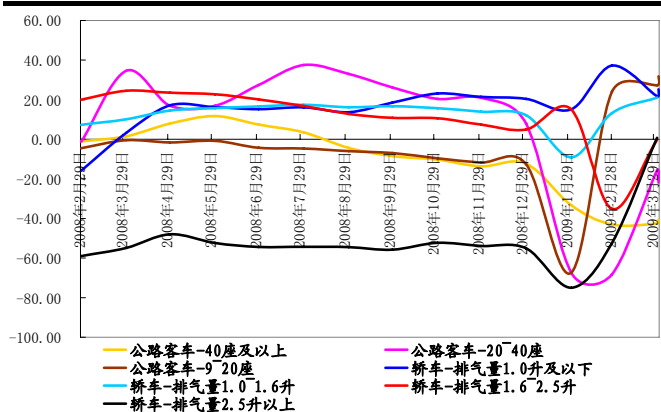


图表 44. 轿车产量回升后劲足

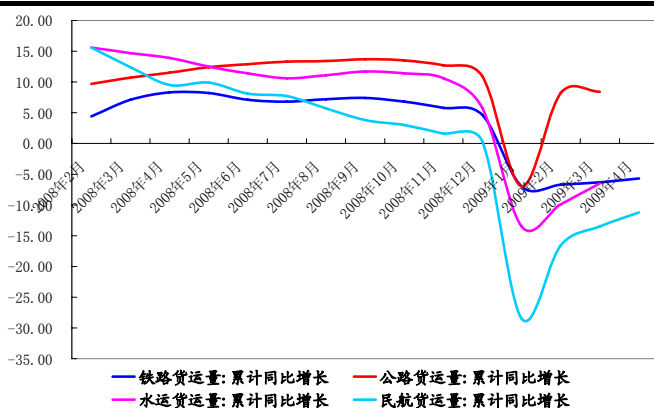


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 45. 小排量车型产量回升最明显

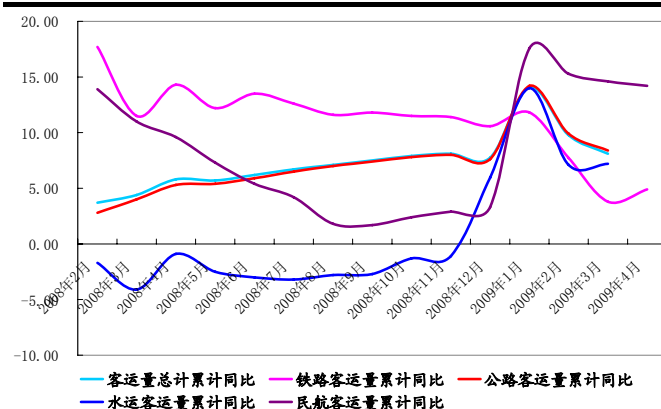


图表 46. 公路货运量增长明显

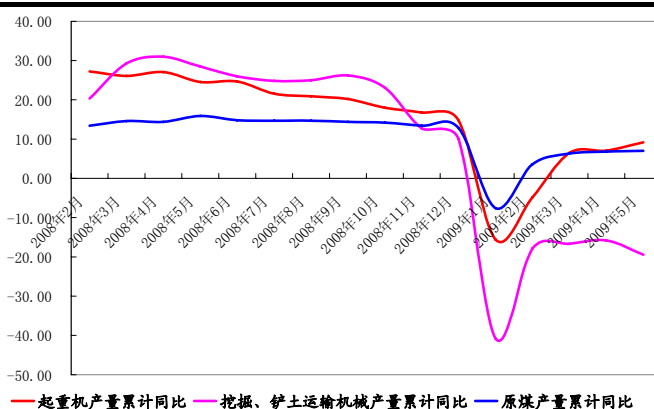


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 47. 公路客运量决定了客运总量同比增长下降趋缓

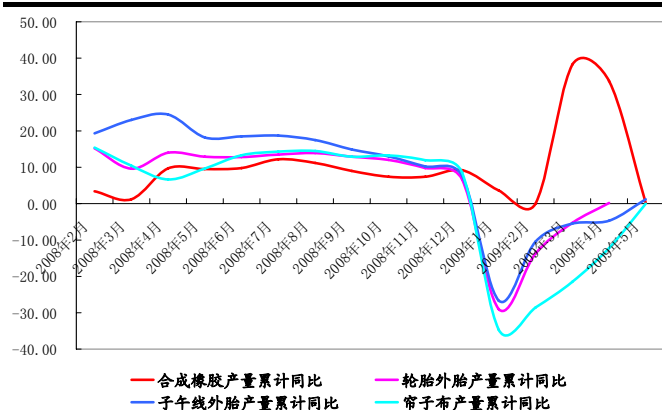


图表 48. 力车产量增长基础稳固

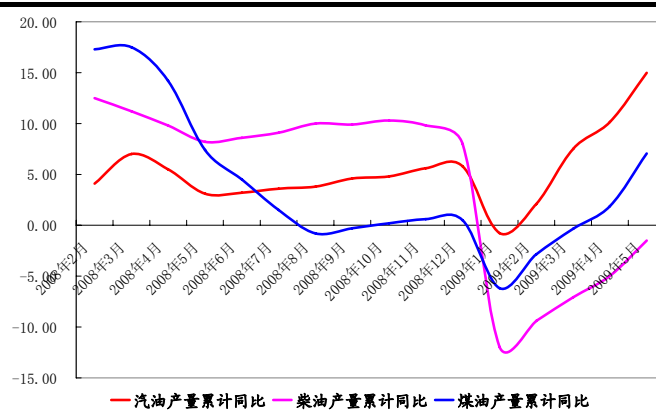


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 49. 轮胎产业链轮胎-帘子布-橡胶产量渐次受益回升



图表 50. 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

6.2. 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情况下，服装业短期内需求的低迷状况难以扭转。

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，而油价正在上涨，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，国内已饱和的需求的增加不会很明显。同时虽然 4 月之后服装产量回升到同比正增长，但这是在美国需求超乎预料减税、发钞票带来的增长，未来虽然经济回暖，但预计增长将减速；同时布匹产量总是先于服装两个月左右启动，布匹在 2-3 月快速回升后的放缓也支持这种预判。

当前内需无法承接全部产能，外需无法长久支撑中国服装增长，服装业只有经过产能精简调整、结构向中高端调整，才能迎来行业的又一轮增长。

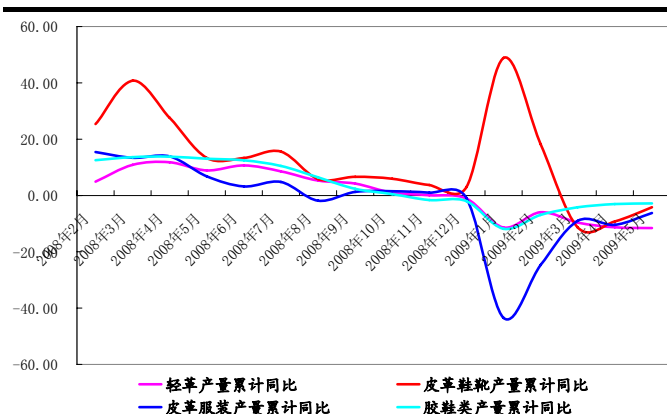
服装业是化纤业的主要下游，主要的纺织用纤维腈纶、氨纶、锦纶、涤纶等短期内都将处于景气低谷。但是纺织产品总量上预计同比略增，而高档、低污染的织物占比随着厂商生产转型比例会越来越大，这样高档染料预计将同比有所增长，而产品属于精细化学品，利润率上也比较有保障。故此，我们看好高档染料龙头的浙江龙盛。

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，而且其中作为原材料的皮革产品产量增长仍在环比下降。考察皮革鞋靴、服装产量多年的同比数据，我们可以看

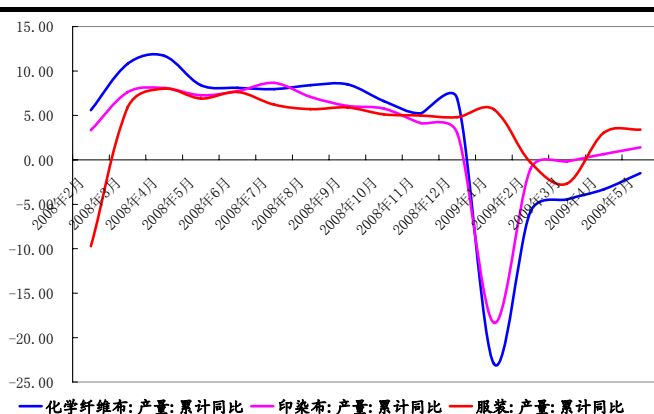
到轻革与皮革服装有极强联动，基本是滞后 1 个月左右，在当前，我们基本可以认为皮革产品正在或已经触底反弹。

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 51. 皮革产品产量正艰难向同比为正出发



图表 52. 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

6.3. 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、工程塑料等产品的需求。

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，同时进入下半年将迎来基建高峰，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。而原油价格的上涨将改变这一趋势，我们推荐重点关注燃气供应商**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**。

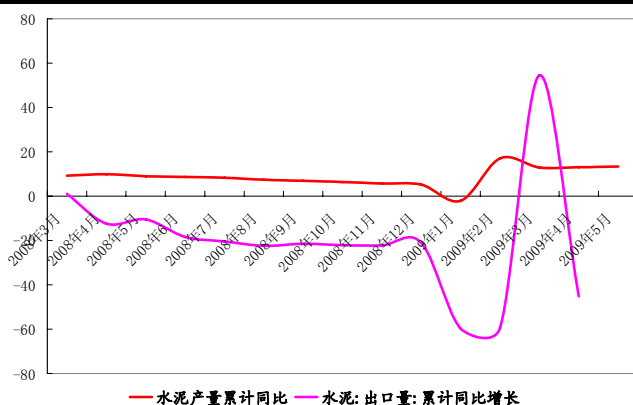
基建产品水泥、玻璃产品受益4万亿刺激规划，目前产量前者同比增长已经大大超过了2008年的均值，后者产量在当前也与去年同期持平。同时我们也注意到水泥、玻璃产品3月份出口量同比大增后4月份同比迅速回落。结合出口量水泥占比很低而玻璃占比1/3强的状况。我们认为年内经济低迷下，作为救命稻草之一的基建建设是不大可能终止的，伴随基建开工水泥未来需求将是稳定回升的；而玻璃产能更多是与房地产相关，虽然下半年国内开工将提升，但整体同比下滑看上去在所难免。值得注意的是我国基建产品享有低成本的自然优势下，在发达国家环保压力，发展中国家产能限制下我国产品长期将具有较强竞争力。我们推荐重点关注作为水泥助磨剂原料的生产厂商的**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，但慢涨必然，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。我们推荐重点关注沥青行业的**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**。

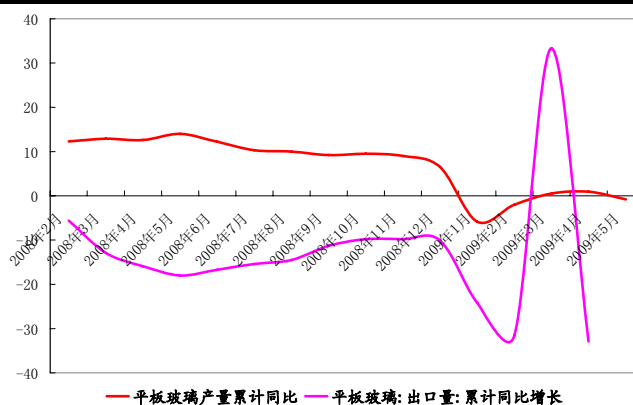
炸药广泛应用于各种矿山开采、基础设施建设、水电站建设、土石方开挖、农田水利、交通等爆破工程。故此，民爆行业与固定资产投资尤其是基础建设

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。由于产品特殊性，其毛利率长期稳定，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 53. 水泥产量受益，同比增长高于往年

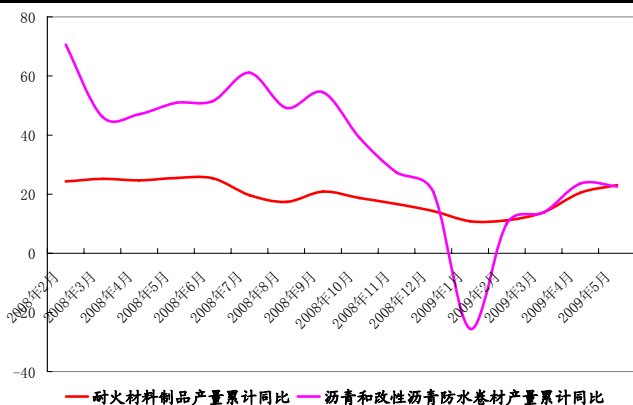


图表 54. 平板玻璃全年同比增长难于达到 10%

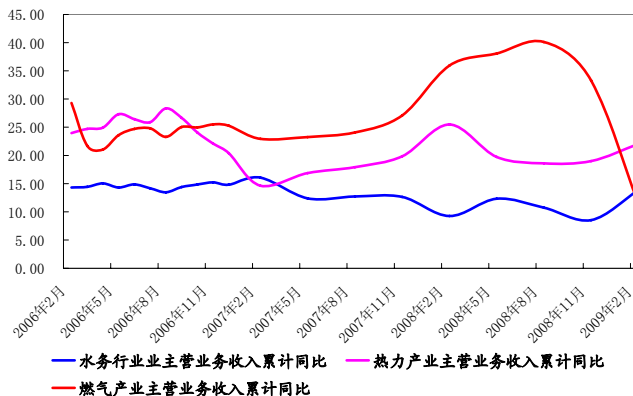


数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 55. 耐火材料、防水卷材摆脱年初低谷

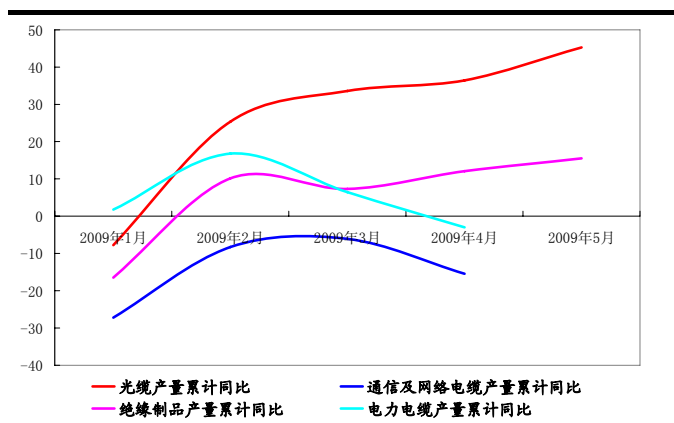


图表 56. 公共事业产品的水、热、气均保持同比增长



数据来源: wind 资讯、山西证券研究所

图表 57. 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

6.4. 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存在较多变数：

土地开发投资也就是土方同比以及环比均要好于配套工程投资，建筑和房地产的新开发面积同比、环比均低于施工面积；新拿土地面积虽然由年初一、二月份同比-40.1%提升到了 4 月的累计同比-28.6%，但减少近三成，可以说，显示的都是开发商对后市的偏淡看法。

房地产投资建筑工程环比下降趋势至 2009 年 4 月仍在持续，而截止 2009 年 5 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 2-5 月份环比增长为零也支持我们的这一结论。

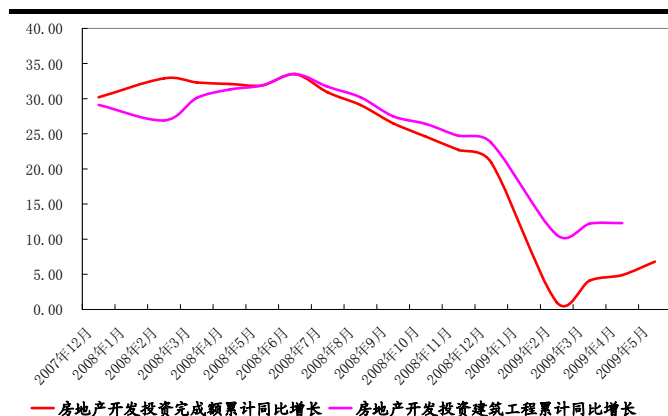
目前销售虽然较为火爆，但是巨大的现房库存短期内半年内难以消化；房地产竣工面积虽然环比下降，但是同比增长仍维持在 27%的高度，远高于目前销售额 12-13%的同比增长；而施工、新开工面积虽然同比增长速度有所下降，但这一数据是建立在房地产建设最膨胀的时间段之一的 2008 年 1 季度上的，所以施工、新开工面积均远大于销售量，2009 年前三月施工面积 17.87 亿平米，新开工面积 2.21 亿平米，让我们认为之后的市场供给量短期至少 7-8 个月仍

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一定冲击。

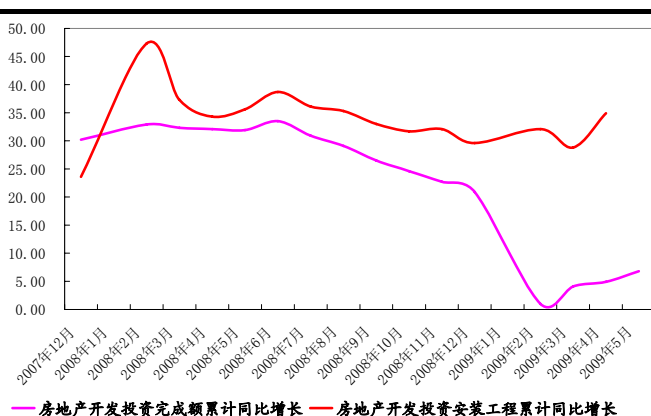
但是，伴随过去的近半年的房地产低迷，观望态度下，我国房地产城市化等刚性需求已经积累到一定程度，这也是房屋销售面积出现环比增长的原因，也是支撑中国房地产进一步发展的根本动力。只不过住房需求部分被保障房替代了。而且作为与房地产关系密切的建筑业自 2008 年中以来的第一次产值产值同比上升，显示建筑业逐步回暖，而建筑业施工面积同比下降趋缓更支持了这一点。所以我们认为房地产业短期内向上需要确定，但刚性需求的反映已比较明显，随着保障房的投入，今年内包括保障房在内的房屋销售面积应能同比增长 10% 以上。

同时，虽然我们认为房地产业泡沫长期对中国来说有利无害，但保八任务在前，鉴于房地产对于中国经济的巨大拉动作用，产业短期内在信贷和通胀预期下将有发展的空间。最为可能的是达到量升价稳的态势。

图表 58. 房地产建筑工程同比增长略高于投资总额

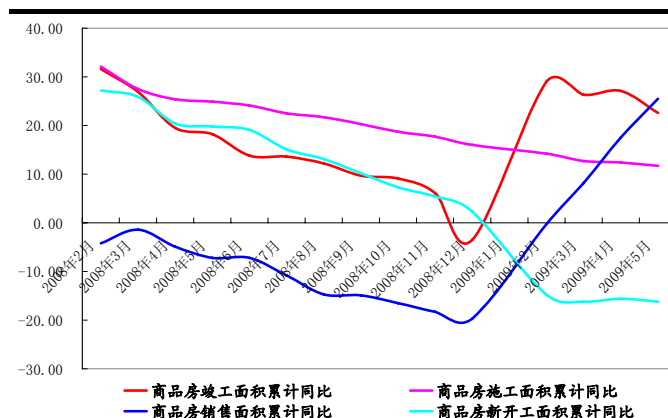


图表 59. 房地产安装工程同比增长原高于投资总额

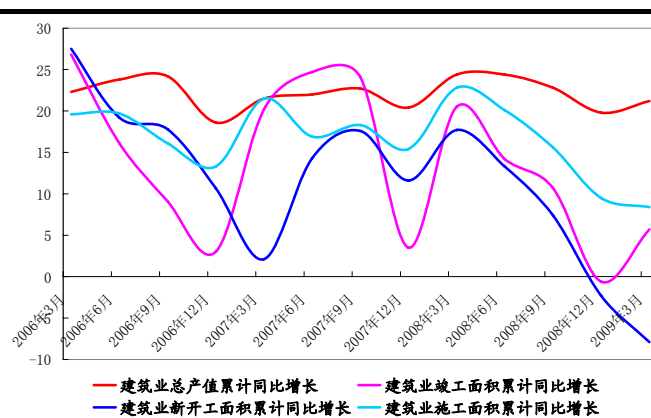


数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 60. 商品房至少一年内供给仍高于销售需求



图表 61. 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

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**。

房地产以及以上提及的建筑业都离不开高性能的工程塑料，工程塑料中我们重点推荐关注在阻燃、木塑等领域技术领先的 **金发科技**。

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。推荐重点关注聚氨酯黑料 MDI 龙头 **烟台万华**、聚氨酯白料聚醚龙头 **红宝丽**。

图 62. 国内 06 年聚氨酯硬泡消费结构

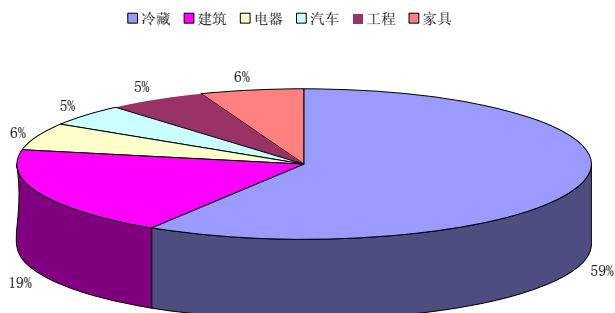
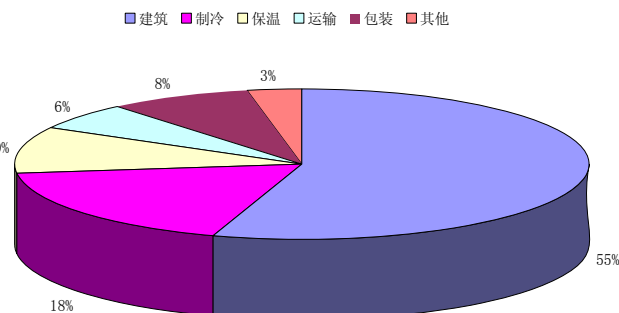


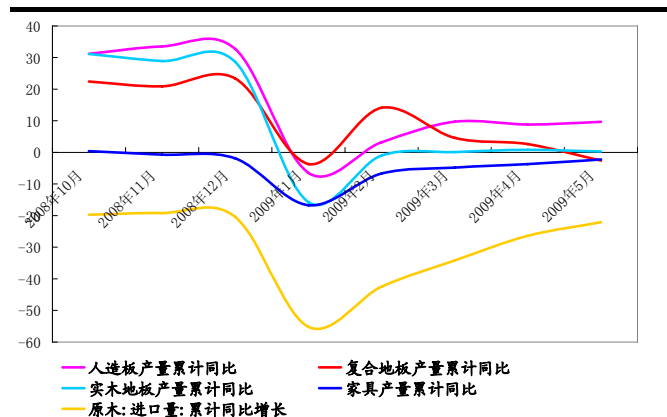
图 63. 美国 06 年聚氨酯硬泡消费结构



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：截止 5 月份地板行业基本处在环比为零，同比为负的状况，而家具行业虽然在艰难的环比提升，但同比仍为负；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 1-5 月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、内饰等方面的需求虽然确定，但力度仍相对较小，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 64. 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

6.5. “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。

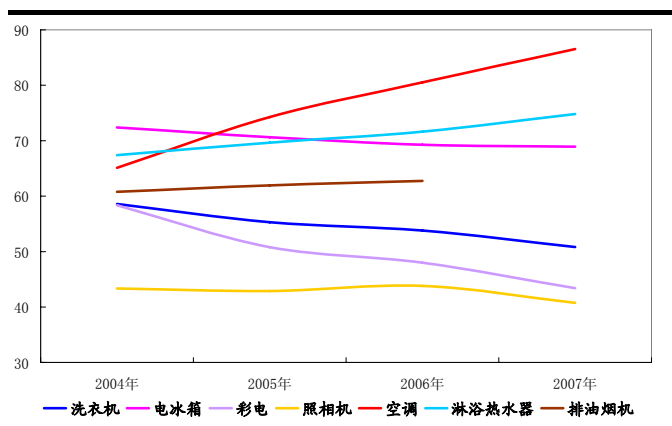
家电下乡产品目前已涵盖彩电、冰箱、手机、空调、洗衣机、热水器等多种品种，各类产品被归为家电下乡时间各不相同，冰箱、彩电、手机靠前，空调、洗衣机稍后，热水器最新，而具体电磁炉、微波炉等产品更晚。

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。

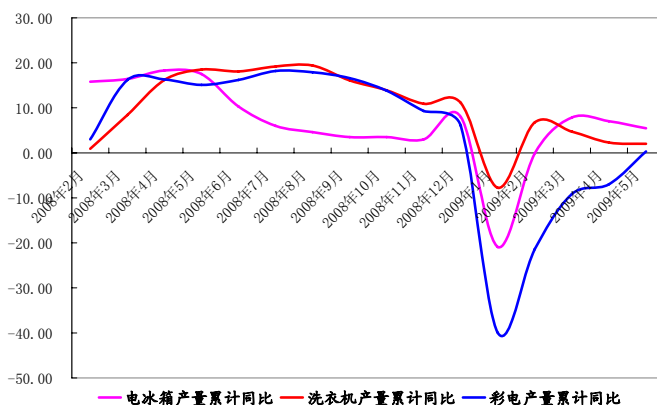
照相机产品拥有量虽然城乡也有较大的差距，但是一来手机产品已逐渐部分替代照相机功能，农村务工人员，也就是有可能的潜在照相机购买人群，大多拥有了手机，并习惯了手机摄像，二来照相机拥有最大的功能是针对景点旅游摄影，这对于大多农村地区而言仍是超越其消费经济能力和理念的。因此短期内，经济整体形势未确定转暖前，相机市场整体上将不会太乐观，而在经济未真正转暖前，农村市场对相机的消费不大可能会增长太多。

家电产品使用的最大量的是聚氨酯保温、隔音材料和塑模、绝缘阻燃工程塑料，因此，我们推荐重点关注烟台万华、红宝丽、金发科技。

图表 65. 城乡百户家庭家电拥有量差别数（台）



图表 66. 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

6. 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。

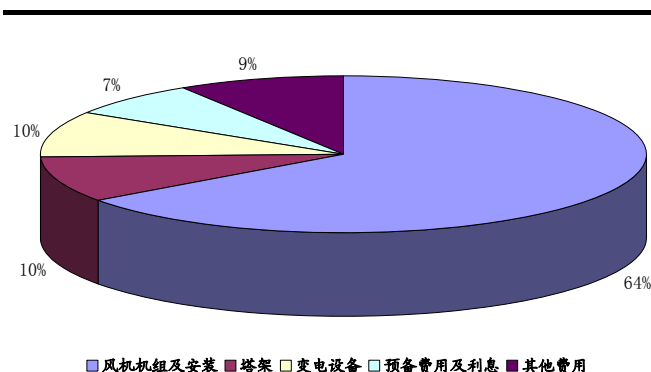
风电成本组成中，风机设备成本占比超过六成，而风机成本中叶片成本是零部件中占比最大的，叶片生产目前的骨架主要是钢塑复合玻璃纤维，目前国内主要玻璃纤维粗纤生产商有**中材科技**、**中国玻纤**、**云天化**，主要细纤生产商为**九鼎新材**。目前钢化玻纤主要用于风机叶片、游艇舰艇、大型游乐设施、航空航天等领域的生产，在我国主要用于风机叶片生产，今年初风机产量的环比下降直接带来了钢化玻纤在一个月之后的几乎同幅度的环比下降。而细纤主要用于无纺布、高强高模零部件，它的整体需求与基建关联度较高，目前产量环比逐月增长。

鉴于风机及基建对玻纤的需求增长的判断，我们推荐适度关注以上四股：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

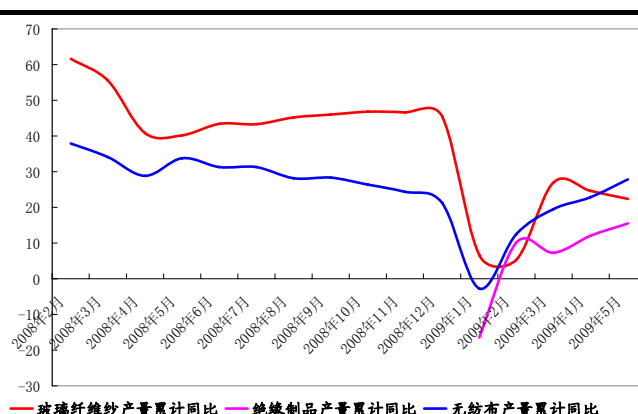
核电运行装机容量预计将达 7000 万千瓦，在建 3000 万千瓦，由此未来 10 年的新建核电装机容量将超过过去 30 年的总和。届时，核电装机容量在电力总装机容量中的比重将从目前的 1.1% 提高到 5%，发电量占比也将从 1.99% 提高到 8% 左右。这对化工领域而言带来的是对核燃料产业估值的提高，据此我们推荐适度关注兰太实业、沃尔核材。

图表 67. 风电成本构成



数据来源：山西证券研究所

图表 68. 玻璃纤维纱、无纺布产量同比增长可持续



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

6.7. 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

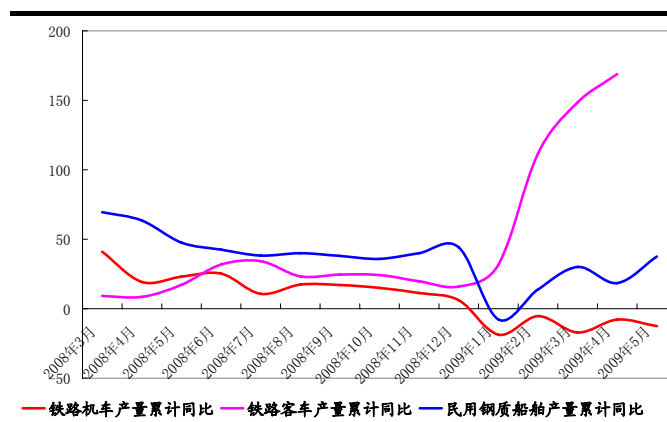
铁路运输是国民经济运行的大动脉，2008 年 11 月底的《中长期铁路网规划》调整中指出到 2020 年全国铁路要新建 12 万公里，实际总投资要超过 5 万亿元人民币。在“十一五”剩余期间铁路投资将超过 2 万亿元人民币，2009 年实际总投资就要超过 7000 亿元人民币，而 2008 年全年铁路投资实际额约为 3500 亿元。铁路建设的提速将带来对机车客车橡胶减震子、PA 高速铁路防护涂料、机车客车聚氨酯减震隔音保温材料、车辆钢塑座床位等等需求的增长。

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 69. 铁路客车、船舶产量环比逐月增长



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

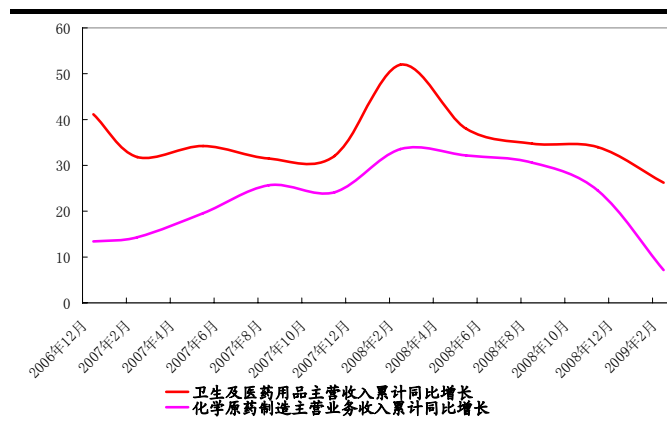
6.8. 医药领域的确定性增长，将带动有机原料、气体、石化初级品等需求的增长

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基础药品如维生素、镇痛药、广谱杀菌消炎药、中成药等。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我国市场并无标的。故此，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 70. 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

6.9. 农业确定性增长，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、相对供气稳定的**辽通化工**、**泸天化**、**建峰化工**等。

图表 71. 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	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%	国内外价格差小	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

国内经济作物种植面积的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中磷、钾肥的比例越来越大，预计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。

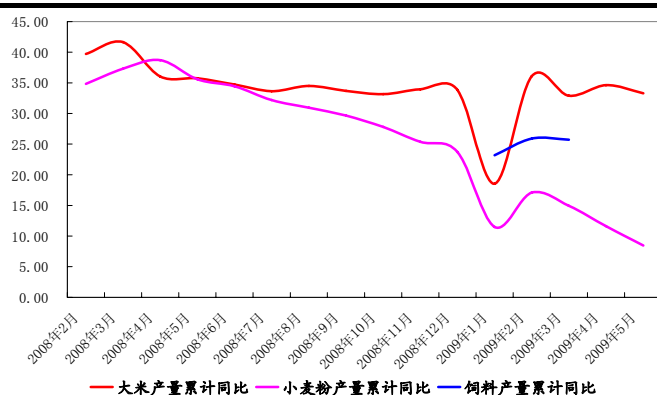
作物结构的变更，要求的不仅是钾肥的使用比例提高，但是由于磷复肥过去市场上的假冒伪劣产品较多，同时由于原料价格高涨带来的产品价格较高，使得磷肥销售不顺。未来磷肥高价库存的减少，原材料市场的低位运行，复合肥市场的持续火爆，以及目前打击假冒复合肥的开展，磷肥市场的回暖在即。而目前酝酿的低品味磷矿开采使用以及磷矿资源管理规范，将使得磷矿石资源变得更稀缺，同时其产品生产成本更低，所以我们看好用磷矿石的磷化工或磷肥企业。据此，我们看好拥有磷资源的磷化工企业兴发集团、六国化工、澄星股份和磷肥企业湖北宜化。

草甘膦价格自去年天价的近 10 万/吨到现在的 2.2 万/吨左右，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 年我国有

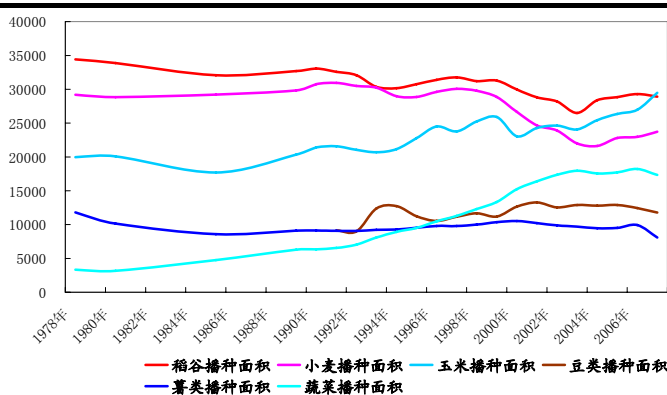
效产能就将达到近 70 万吨，这已经接近世界总需求的 90%，而国内小产能的无序扩张更是大大加剧产能过剩的局面。但是我们也应看到除草剂草甘膦主要以转基因作物为主，美国农业部门受金融风暴冲击较小，并且南美国家尤其是巴西仍在扩张其乙醇汽油规模，草甘膦需求仍将保持增长。而国内，近期农业部颁布的 1158 号公告称自 2 月 25 日起，停止批准有效成分含量低于 30% 的草甘膦水剂登记，现有产能也必须在年底停止或变更。还有世界农药向中国转移加速，而相关企业大多是以长单为主，产品销售应不是问题。鉴于以上因素，考虑到原油上涨，我们认为草甘膦原药价格今年均价将在 2.8 万/吨。对此我们看好涉足有机硅材料、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，今年稻飞虱等虫害在湖北、内蒙等地渐趋严重，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% 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，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 72. 1-5 月粮食产量同比增速下降

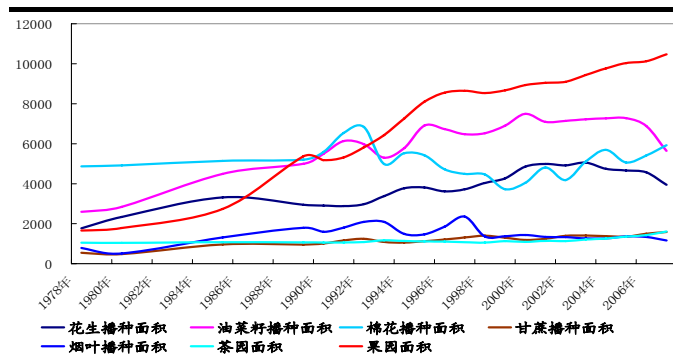


图表 73. 主要粮食作物播种面积总体增加



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图表 74. 主要经济作物播种面积总体增加



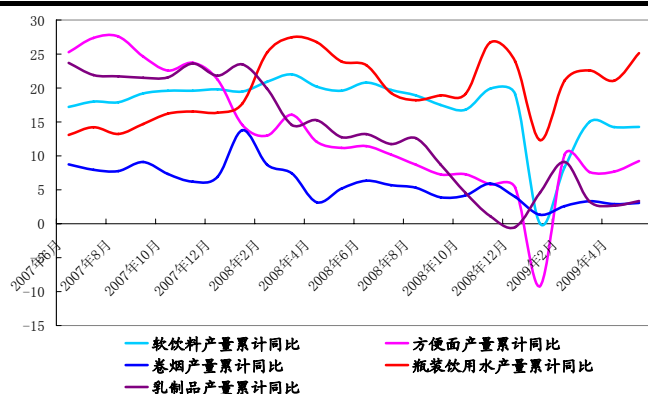
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

6.10. 食品业同比略降，饮料增长对高分子包装材料需求加大

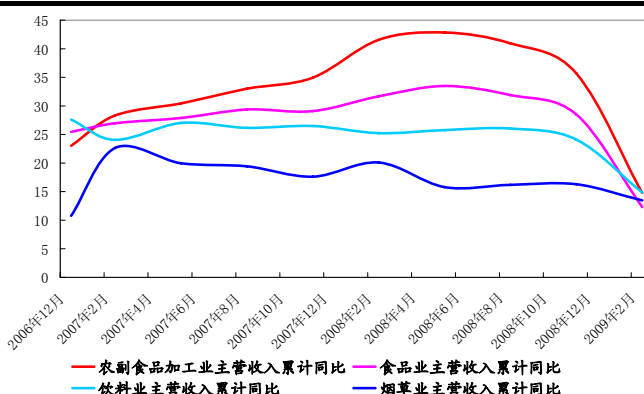
食品是居民消费的基本构成，具有较强的刚性需求，在金融危机面前，行业产值同比虽然仍是增长，但是增长幅度一路从 6-7 月份的 30% 强下降到 2009 年 3 月份的 15% 左右。食品业是包装材料的下游主要消费领域之一，经济环境的逐渐好转，预计食品业今年产值将增长 22% 以上，这将极大的支持包装材料的需求增长。国外塑料主要应用于包装材料，这显示我国塑料产品的消费在包装材料领域将有较大发展空间，我们出于对包装业的看好，推荐重点关注塑料业龙头**佛塑股份**，重点关注**永新股份**、适度关注**国风塑业**。

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，目前同比增长 3% 附近徘徊。虽然乳制品行业当前销售渐有起色，预计今年乳制品销量将仍只能实现 5%-8% 左右增长。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 75. 食品类中饮料产量同比最快，总体同比略降



图表 76. 食品类主营收入均同比下降，烟草业下降最慢



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

6.11. 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。我们推荐重点关注国内行业领军、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**目前正努力建设他们的生产线，而**新安股份**也有部分产品将在纯度上达到标准，我们推荐可重点关注。

而牙膏级磷酸氢钙，虽有 **ST 马龙**、**澄星股份**等生产，但是该产品毛利低，且在相关公司及利润结构中占比较小。

6.12. 焦炭产能的过剩状况将促进煤焦油深加工的展开

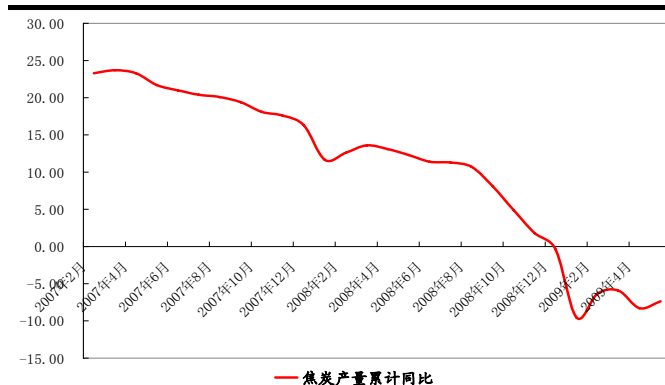
受金融危机冲击，2008 年我国焦炭产量出现了 1999 年以来的第一次负增长，2008 年全国焦炭总产量约 32700 万吨，同比减产约 850 万吨，下降约 2.54%。目前国内焦炭的产能在 3.9 亿-4 亿吨，而预计今年全年焦炭需求至多 2.8 亿-2.9 亿吨左右，产能过剩超亿吨。预期在建和拟建有可能投产的机械化大中型焦炉产能仍高达 5000 万吨左右。另外，由于国外钢铁减产远超中国，焦炭出口也将继续大幅下滑，2009 年 1-2 月出口焦炭累计仅 10 万吨，同比下降 93.9%。因此，国内焦炭产能已经严重过剩。

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需求的高速增长难以持续，焦炭产量 3 月份之后产量环比持平。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，目前已在 70 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，我们推荐重点关注粗苯精制龙头企业的**太化股份**、焦炭-乙炔化工龙头**山西三维**。

图表 77. 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

7. 行业投资策略：通胀预期下的投资驱动、资源溢价两条主线

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。

但在未来通胀预期下，**投资驱动、资源溢价**将成为我们的两条主线。投资驱动除了关注**投资**直接收益股之外，还关注由于投资驱动带来的整条产业链相关公司的**需求**回升及利润转移。资源溢价更广的来说是由于各类资源品价格理顺带来的产业链上下游相关公司受益的投资机会，**转型**是这一过程的关键。

图表 78. 近期投资驱动及刚性需求化工股一览

投资方向	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	烟台万华
	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	
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	
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

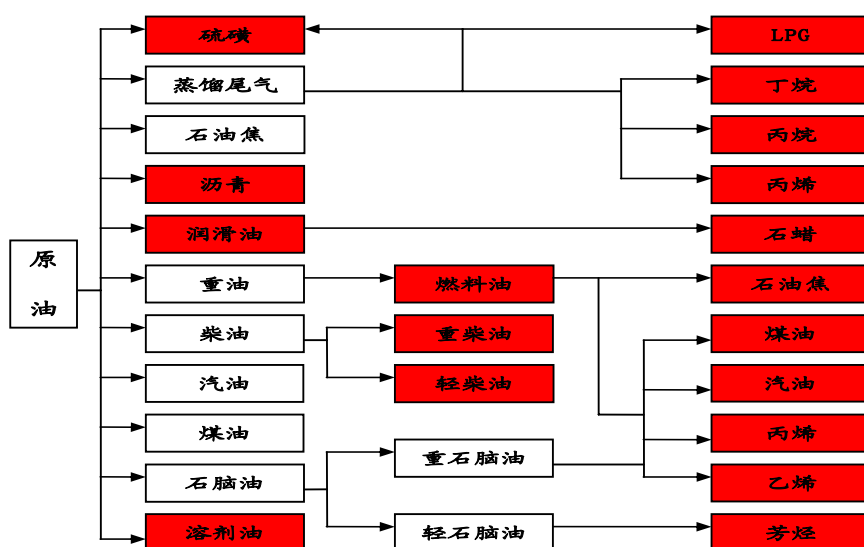
进入下半年，鉴于中国并没有完全摆脱衰退阴影，而外贸定位的重新认定以及外贸本身受制国际经济状况的低迷，使得在调整分配，促进内需稳定发展同时，相关投资难以放松，甚至不排除三、四季度追加投资，再添新项目的可能。而且就我们而言，认为仍将以传统的“铁工基”为主。以上基建、铁路类带来的投资驱动型机会将延续，相关公司将能保证超额受益。

同样，要保证经济长久发展，稳定是第一要务。通胀的过程往往是财富集中的过程，稳定要求下，相关民生工程在通胀过程中显得更加必要，与衣食住行相关的产业链将受到密切关注，这类公司预计能收到社会平均利润。这一领域的很多公司产品相对来说只与人口规模及个人收入高低状况相关，具有相对需求的刚性，一般认为成长性较差，但在经济见稳时，需求有集中释放的可能。

此外来自太阳能、生物产业等等的振兴规划将出台或具体实施，而这些产业规划都是直指世界通胀之源——石油美元，而如我们所称，原油价格今后将重新进入一个名义价格上升的通道，那么太阳能、生物能源或材料具有的长远投资价值将使得相关公司价值重估。

通胀预期根本之一的原油是石化产业的主要原材料，原油价格的上涨毫无疑问将给石化产业链带来极大的冲击，以历史经验看，石化产业的回暖既是下一轮通胀的开始，又是下一轮景气周期的开始以我们的认识来看，原油价格最有可能波段上涨，需要到 10 月份之后才能看到 80 美元/桶，而我国的成品油价格形成机制，使得原油价格在 80 美元/桶以下，石化炼制企业都能获得较好收益。同时，我国石化产业振兴规划将石化产业结构调整指向了规模化效应，直接受益者为大型国企中石油、中石化。

图表 79. 石油炼制产业链示意图



数据来源：山西证券研究所

注：红色标注为石化炼制终端产品

石化产业链中的大多数产品的自给率较低。尤其重要的是我国石化产品供给超过 50%来自石化双雄，行业具有较高的垄断性，而同时的石化产业规划和成品油定价机制显示该行业的垄断性将更加增强，利润具有基本的稳定保障。大型石化公司是一个明确通胀预期下的良好标的。

图表 80. 原油炼制产业链相关上市公司

产品名称	序列 角色	涉及上市化工公司			
		影响一般	影响较强	影响强	影响很强
成品油	生产		岳阳兴长	沈阳化工	中国石化、中国石油、上海石化
	销售				泰山石油、广聚能源、海越股份、鲁润股份
LPG	生产			岳阳兴长	茂化实华
	销售		海越股份	广聚能源	东华能源
丙烯	生产	沈阳化工		岳阳兴长	
	下游	江山化工、沈阳化工		双良股份	蓝星清洗、宏达新材、锦化氯碱、红宝丽
沥青	生产		天利高新		
	下游				路翔股份
重芳烃	生产			大庆华科	
炭黑	生产				黑猫股份、海印股份
	下游		三力士、黔轮胎等		

数据来源：山西证券研究所

图表 81. 价格理顺的主要产品

项目	大米（6.12）	汽油（6.10）	煤炭（6.11）	天然气（5月）	水（3月）
国内	3000（宣城优杂）	6130	620（大优）	3500（沿海零售价）	2300-2800
国际	3128（越南）	4473（新加坡）	518（BJ 现）	2000（俄输德门站）	2200（美）、8800（德）

数据来源：山西证券研究所

注：相关具体时间均指 2009 年

资源品价格在我国由于民生稳定、利益集团博弈造成极度的扭曲，这个扭曲并不仅和国外相关产品相比较，毕竟国外产品价格也不能说是没有扭曲的，这个扭曲是指和国内资源禀赋+人民群众收入+世界资源禀赋这样的一个整体来对比而得出的。

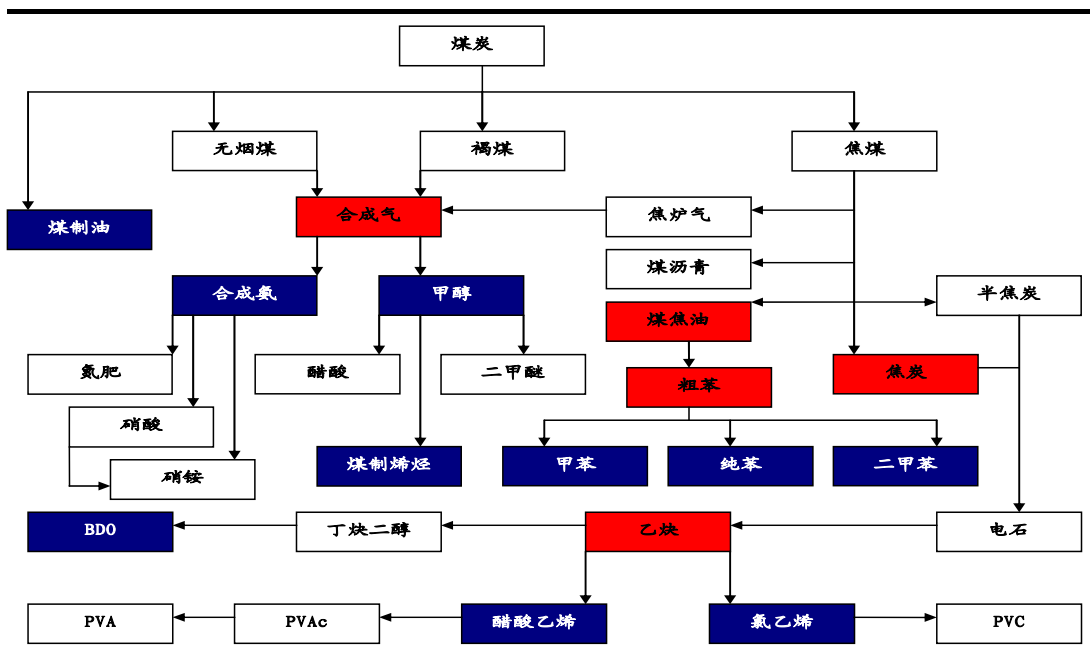
资源品价格的每一次调整将带来巨量的资金和利润在不同产业之间的转移。比如农产品价格的提升，将直接带来农民收入的提高，农民消费的提高，农资产品的价格提高等等。再比如水价的提升将抬升用水成本，这一价格的变

动将带来一次结构性调整，那就是高耗水行业、企业不得不进行大力的节水改造，否则只有面临淘汰。

而在石油上涨这一通胀前景下，石化产业利润短期内向石油开采企业转移成为一个必然，但是成品油定价机制至少在今年使得中国的石化企业能将这一转移较完整的转移到成品油等石化产品消费者身上，其中就包括化工企业，这将使得化工行业整体利润削薄，完全符合我们 2008 年底石化利润好于化工的预期。同时石油上涨，也给中国相关企业带来了一次替代性机会，石化和化工产品并不只有原油一种生产原料，生物质、煤炭、天然气等都被用来生产如生物高分子材料、生物多元醇、焦油苯、天然气甲醇等产品。其中煤化工是中国这个相对“富煤”的国家的一大特色，在当前据我们测算大多数煤化工产品都已回到盈亏平衡点以上，相对油头路线具有成本优势，而煤炭这一价格就如上表所示，目前国内煤价是远高于国际煤价的，倒挂幅度要大于成品油，并且国内产能已超过 30 亿吨，只是在山西等省份大力限产下才维持住这样的价格，未来预计价格缓慢上升，幅度将低于国际原油价格的上涨，煤化工利润将持续扩大。

煤化工产业链中煤制合成气的海外竞争者是中东天然气化工，煤化工相对没有优势，即便甲醇等产品可能由于下半年出台的甲醇汽油标准而增大需求，相关公司毛利状况将很难有根本改善。煤制油产业链相对还不成熟，而且短期与上市公司仅有神华一家相关。煤化工与原油竞争路线基本完全是焦煤深加工产品，我们从上图中可以看到煤焦油-粗苯、电石-乙炔是主要的煤头-油头竞争的节点。这样节点以下的产品生产公司，我们认为是煤化工主要的投资标的。

图表 82. 煤化工产业链示意图



数据来源：山西证券研究所 注：蓝色标注为石化与煤化工路线的交点产品；红色为煤化工重要节点

煤化工产业链中煤制合成气的海外竞争者是中东天然气化工，煤化工相对没有优势，即便甲醇等产品可能由于下半年出台的甲醇汽油标准而增大需求，相关公司毛利状况将很难有根本改善。煤制油产业链相对还不成熟，而且短期与上市公司仅有神华一家相关。煤化工与原油竞争路线基本完全是焦煤深加工产品，我们从上图中可以看到煤焦油-粗苯、电石-乙炔是主要的煤头-油头竞争的节点。这样节点以下的产品生产公司，我们认为是煤化工主要的投资标的。

图表 83. 煤化工产业链相关上市公司

产品名称	序列 角色	涉及上市化工公司			
		影响一般	影响较强	影响强	影响很强
煤焦油	生产	黑猫股份、长春燃气、云维股份	太化股份		
DMF	生产			华鲁恒升	江山化工
二甲醚	生产	泸天化			天茂股份
甲醇	生产	云维股份、江山化工、泸天化、华昌化工、六国化工、华鲁恒升、鲁西化工、青岛碱业、山东海化	昌九生化		远兴能源
尿素	生产		华昌化工、柳化股份	昌九生化、赤天化、美丰化工、	鲁西化工、河池化工、
	下游	联合化工		江苏索普	天润发展、华鲁恒升
硝酸	生产		柳化股份	联合化工	
	下游				久联发展、南岭民爆、江南化工、雷鸣科化
DAP	生产			湖北宜化、鲁北化工	六国化工
苯	生产	云维股份	太化股份、山西三维		
	下游	山东海化		双良股份	
PVA	生产		云维股份	山西三维	皖维高新
BDO	生产		山西三维		

数据来源：山西证券研究所

图表 84. 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

技术先进，转型成功其实就意味着公司要么树立了一个过得硬的品牌、要么得到一种前所未有的产品、要么保有一种相较对手更经济的工艺、要么是形成了一个相对垄断且具有独立定价权的市场地位。而所有这些状况都指向一个企业的核心竞争力，那就是单位产品的利润率这些企业将比同行业其他企业要高。这样的公司是最优质的长期价值投资选择。

8. 投资建议及盈利预测

我们基本仍维持年初和二季度策略的投资建议，只是将新增需求变化考虑进去：政策概念引领的甲醇二甲醚企业，CDM 概念的三爱富，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、有重组概念的太化股份、泸天化、江山股份，产品需求传导到达，景气度回升的中石化、中石油、山西三维、华鲁恒升，需求刚性、价值重估的上海家化等；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，中石油由于积极参与海外交投，也可作为长期价值的标的。本季度重点推荐中石油、泸天化、太化股份、红宝丽等。

图表 85. 证监会子行业评级

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	中性	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 86. 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	买入
600230	沧州大化	0.64	0.98	1.19	1.27	4.21	增持
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	增持
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	买入
600315	上海家化	0.51	0.70	0.85	0.90	5.05	增持
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；此处估值以近期相关 2008 年报点评或深度报告为准；股权结构变动状况或说明截止 4 月 27 日；辽通化工、上海家化、山西三维、中石油评级上调。

9. 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) 中国经济反弹高度全年 GDP 增长同比低于 8%。

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。