

# 去库存化结束 等待下游复苏

——基础化工行业 2009 年下半年投资策略

产业部门/行业

## 投资要点:

- 经历了年初的去库存化后,化工行业真正复苏需要等待下游行业需求的增长。在经济复苏的过程中,处于中游化工行业经营情况将逐渐好转。最大利空是各个子行业产能过剩的程度。
- 上半年化工板块的走势略强于大盘,估值水平纵向比较仍有上升空间,横向比较基本合理。下半年给予同步大势的评级。
- 在全球通货膨胀的背景下,原油价格上涨的压力一直存在,油价上涨将推动很多以原油为原料的化工品价格上涨,中国特色的煤化工将受益于油价上涨。由于前两年一些煤化工产品盲目投资,过剩产能可能压制行业盈利能力。
- 房地产可能是经济再启动的一个重要引擎,上半年房地产销售的数据好于预期,但新开工面积仍然负增长,反映了开发商谨慎的心态还没有完全扭转。纯碱、氯碱等行业对房地产投资敏感度高,目前股价没有反映房地产拉动相关产品的可能。对房地产开工复苏是我们看好纯碱行业的理由。
- 通过对下游需求的分析和产品价格的跟踪,我们认为化纤行业可能较快复苏。化纤行业的下游纺织服装是生活必需品,消费弹性较小,周期波动主要受供给影响,金融危机导致的需求不足对其影响有限。化纤产品价格在高开工率的背景下上涨,因此我们认为化纤行业复苏是真实的。
- 在完整的一轮牛市中,必然会有阶段性的补涨行情,因此我们认为今年以来涨幅较小的个股值得关注。关注丹化股份、山东海化、山东海龙。

# 同步大势

维持评级

2009 年 6 月 18 日

走势图



| 子行业 | 评级   |
|-----|------|
| 纯碱  | 优于大势 |
| 化纤  | 优于大势 |

| 重要公司 | 评级   |
|------|------|
| 丹化科技 | 谨慎推荐 |
| 山东海化 | 谨慎推荐 |
| 山东海龙 | 谨慎推荐 |

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6336 7000-264

FAX: (8621)6337 3209

Email: shaozhenhuap@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

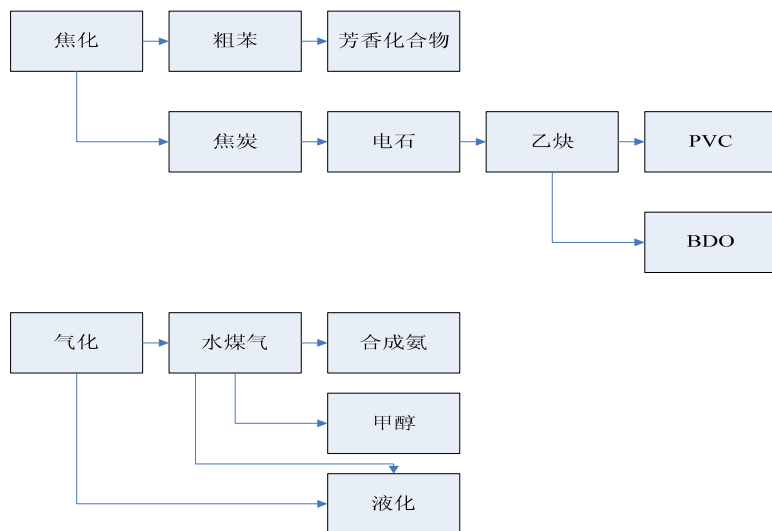
## 投资思路

### 1. 煤化工

关键词：原油价格

煤化工是指以煤炭为初始原料，合成生产一些基础有机化工品。煤化工产业链主要有两条路径：焦化和气化。焦化将炼焦煤在密闭的焦炉内隔绝空气高温加热放出水份和吸附气体，主要生产焦炭、炼焦煤气和炼焦化学产品。由焦炭生产电石得到乙炔，是由煤炭生产多碳有机物的传统途径。气化即先生产水煤气，进一步通过水煤气合成各种化合物。

图 1 煤化工产业链



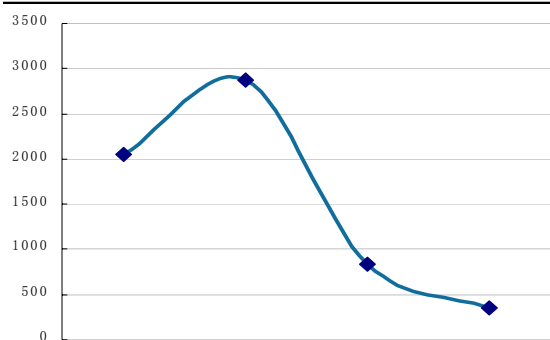
数据来源：东北证券

煤化工的提出与油价关系密切，在发达国家有机化工的初始原料主要是原油天然气。在我国的资源禀赋中，油气资源相对匮乏，而煤炭资源相对丰富，因此资源价格对比中，煤炭与油气相比一度具有很大的价格优势。油气资源被大型企业控制，可获得性不如煤炭，供应不稳定，增加了新进入者的行业门槛。各个省份对煤炭资源有决定权，尤其是一些煤炭资源大省，希望凭借资源优势发展当地工业，煤化工投资大附加值高，在油价高企的 2007 年和 2008 年颇受青睐。然而，大量新增的煤化工项目产品重复，下游需求增长不如预期，原油煤炭价格此消彼长削弱了煤化工的成本优势，煤化工项目大面积亏损，管理层开始重新审视煤化工发展的进度，在最新公布的《石化行业振兴规划》中，对煤化工的总体思路是要低调，在控制中有序发展——停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，原则上不再安排新的煤化工试点项目。

原油期货价格从 140 美元跌倒 35 美元后，许多煤化工产品国内外价格倒挂，

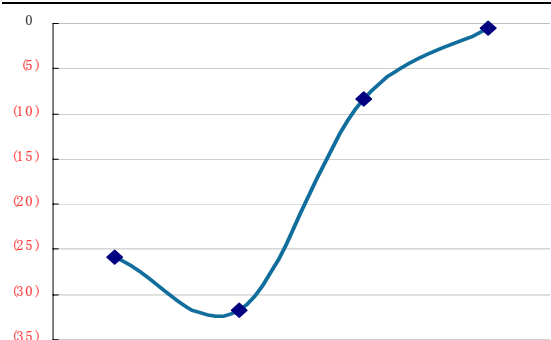
低价进口货源大量进口，使得受金融危机冲击的国内市场雪上加霜，国内市场的相对强劲对国外货源有很强的吸引力。近几年来，我国基础化工品生产能力扩张很快，进口量基数较小，今年 1-4 月份进口量增长很快，同比增速非常高，譬如 2 月份甲醇进口量增幅将近 3000%，收到进口货源冲击，国内甲醇的市场价格低于国内企业的生产成本，企业开工严重不足，2 月份国内产量同比降幅超过 30%。PVC 的情况与甲醇类似。随着油价再次逼近 70 美元大关，从进口和国内产量数据可以看出，不利于煤化工的情况正在改观。

**图2 2009年1-4月甲醇进口量增速 %**



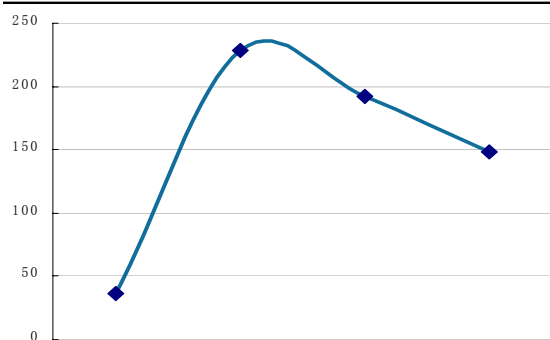
数据来源：国家海关

**图3 2009年1-4月甲醇国内产量增速 %**



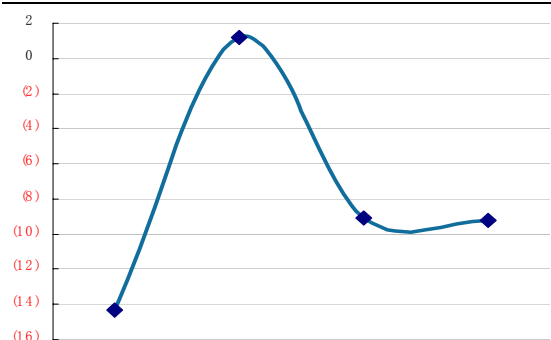
数据来源：中国石油和化学工业协会

**图4 2009年1-4月PVC进口量增速 %**



数据来源：国家海关

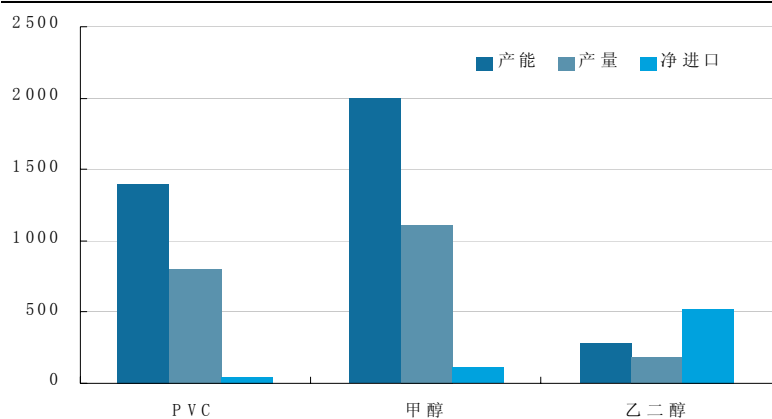
**图5 2009年1-4月PVC国内产量增速 %**



数据来源：中国石油和化学工业协会

未来油价仍有继续上升的可能，成本优势逐渐恢复后相关行业将扭亏为盈。然而甲醇、PVC 这类产品国内产能严重过剩，未来盈利能力恢复以后，过剩的产能将压制盈利能力的进一步提高，因此我们更看好国内产能不足，仍处于进口替代阶段的化工品。丹化科技的乙二醇是首选。乙二醇是涤纶的主要原料之一，2008 年，我国乙二醇的表观消费量达到 700 万吨左右，其中约 520 万吨依赖进口。如果进口乙二醇成本升高，国内乙二醇的价格涨幅将充分体现油价效应。

图6 市场状况决定涨价能力



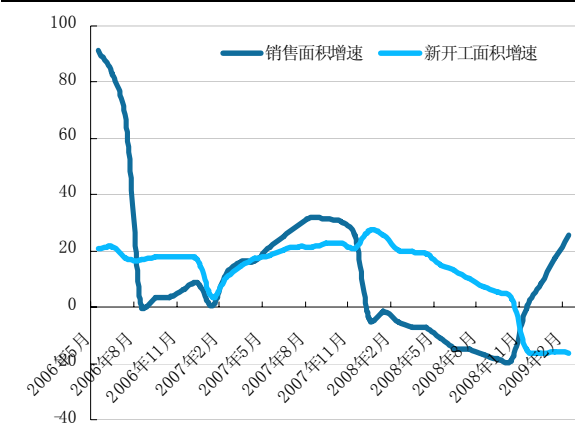
数据来源：东北证券

## 2. 纯碱（氯碱）

关键词：房地产

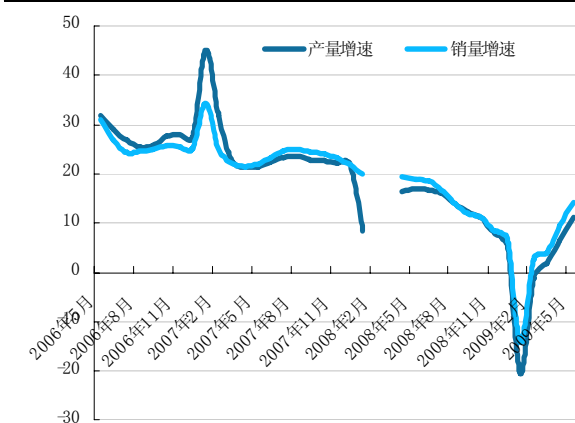
经济复苏是支撑本轮行情持续向上的宏观大背景，尽管各界对于经济复苏的具体路径和时间窗口还存在不同的观点，但对中国经济的长期潜力仍然充满信心。宏观数据仍不能给出明确一致的结论，个别行业复苏的迹象已经非常明显。譬如房地产行业，作为当前阶段我国国民经济的支柱性行业，在本轮金融危机中也是调整幅度比较大的一个行业。今年以来，房地产成交量连续数月出现大幅增长。1月—5月，全国商品房销售面积 24,644 万平方米，同比增长 25.5%。销售额 11,389 亿元，同比增长 45.3%。另外，汽车行业的销售情况也远远超过市场预期，2009 年 5 月，全国汽车销售 111.97 万辆，同比增长 34.02%，1-5 月，累计销售汽车 495.68 万辆，同比增长 14.29%。

图7 销售面积领先于新开工面积复苏



数据来源：WIND

图8 汽车产销情况好于预期



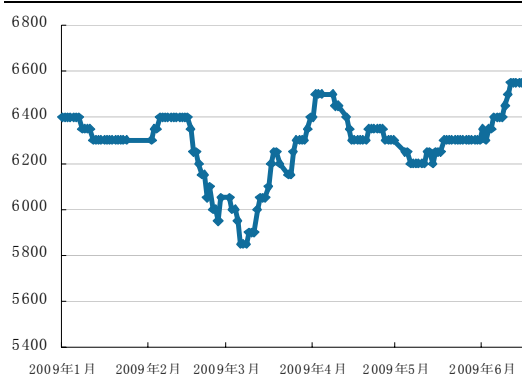
数据来源：WIND

房地产和汽车两大行业产业链长，对多个上游原材料行业都有明显的拉动作

用。化工行业中，PVC、纯碱等最大的下游应用是房地产，金发科技的改性塑料大量用于汽车制造业。

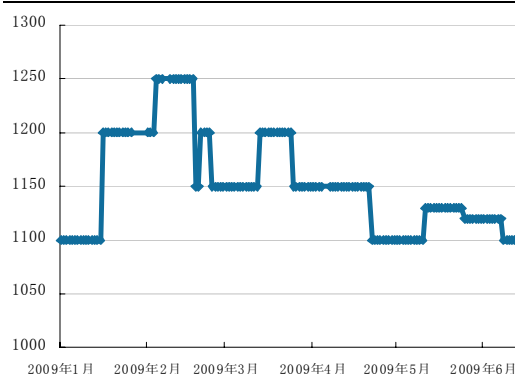
PVC 是五大通用塑料之一，可被加工成各种塑料制品，按其用途可分为软质和硬质产品，主要用于生产软、硬管、门窗、薄膜、电缆护套、人造革等，在房地产行业的应用主要是塑钢门窗、水管和电缆护套。纯碱有一半以上用于玻璃制造业，直接下游包括窗户、幕墙以及日用玻璃制品。因此，PVC 和纯碱的需求与房地产行业的发展程度息息相关。2008 年，许多化工品价格暴跌，2009 年以后，部分化工品价格在去库存化和成本推动的因素之下强劲反弹，但是 PVC 和纯碱价格仍在底部徘徊。

图9 2009年PVC价格



数据来源：化工在线

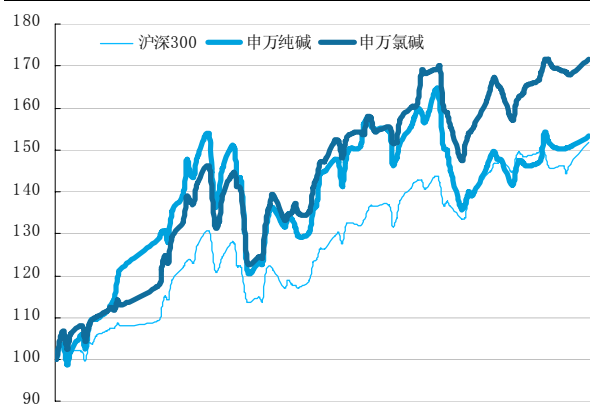
图10 2009年纯碱价格



数据来源：化工在线

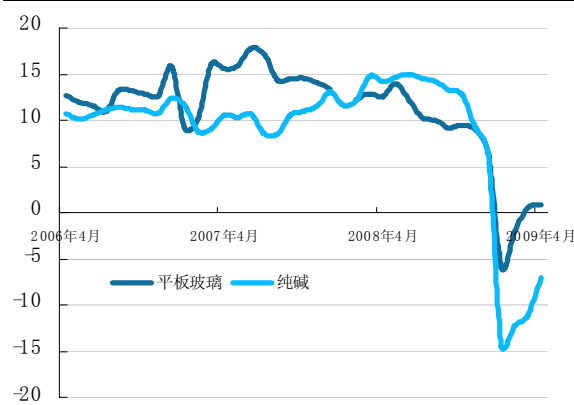
市场一直期待的 PVC 于 5 月底推出，在推出之前，市场一直将其视为行业潜在利好。PVC 上市之后，短期价格上涨明显，超过现货价格数百元。从走势上来看，前五个月，氯碱板块相对较强，而纯碱板块受产品价格影响，走势相对较弱。我们认为，下半年房地产新开工将因为良好的销售情况逐步回升，进而带动玻璃产量和纯碱需求。

图11 2009年1-5月纯碱氯碱板块相对涨幅



数据来源：WIND

图12 平板玻璃和纯碱产量增速 %



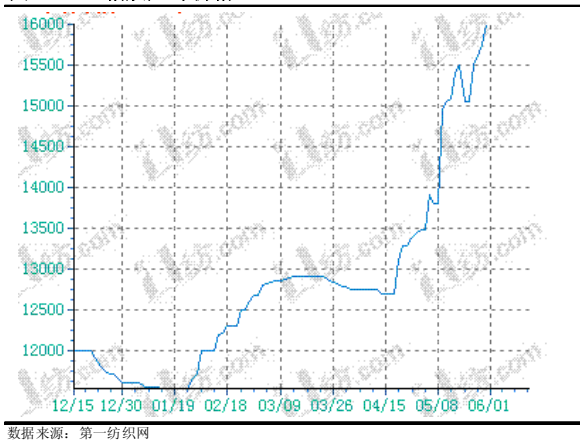
数据来源：WIND

### 3. 化纤行业

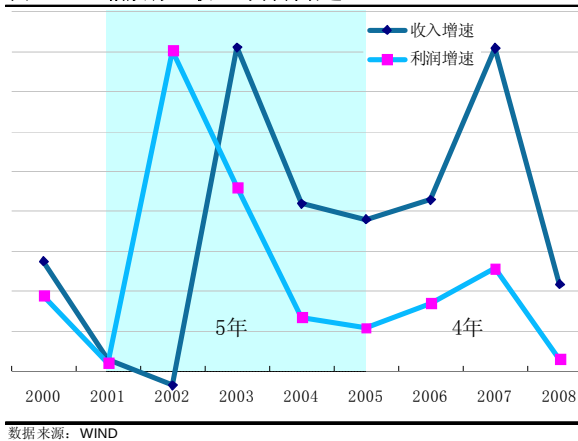
**关键词：率先复苏**

整个宏观经济进入底部的判断已经达成共识，具体到子行业层面，复苏时间先后有所差异。根据我们观察，虽然许多化工品在春节之后价格上涨明显，但是这一轮上涨应该被视为是 2008 年四季度超跌反弹，下游去库存化后的“不库存反弹”，特征就是行业开工率不高，下游需求并没有真正恢复，在价格上涨的过程中，空闲产能逐渐开工，供给增加，供需关系再次被逆转，反映到价格是产品价格冲高回落。但是化纤行业的表现有所不同，集中主要产品的价格在经历了第一轮上涨以后，从 2009 年 4 月起，产品价格开始了第二轮上涨，而且在价格上涨的过程中，开工率一直维持在 90% 以上，我们认为在高开工率背景下的价格上涨是有真实需求支撑的复苏。根据对以往行业周期历史的回顾，我们对化纤行业提前复苏更有把握。

**图13 粘胶短纤价格**

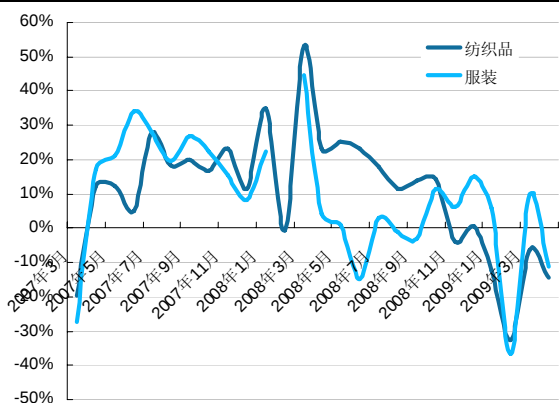


**图14 粘胶行业收入与利润增速**

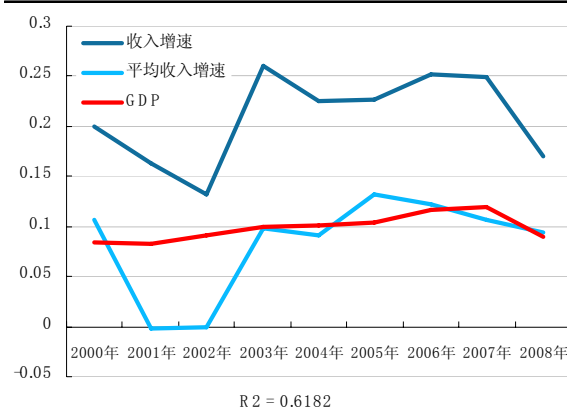


市场对化纤行业最大的担心是出口不畅和产能过剩。由于我国的成本优势，我国纺织服装制品在国际市场拥有很强的竞争力，我国每年出口金额在 2000 亿美元左右，超过总产值的四分之一。出口不畅，必然会对行业造成伤害。但是，我国纺织服装行业在最近几年的发展中，出口依赖程度逐年下降，经历了太多贸易对抗后，对国际市场的波动比许多刚进入国际市场的行业有很强的适应能力和调整能力。出口市场萎缩以后，加强国内市场的销售力度是纺织服装行业必然的选择，国民经济和收入基础提供了巨大的容量。服装作为一种生活消费品，相对价值较小，在经济处于底部阶段时，具有更强的防御性。

纺织品和服装出口增速



纺织服装行业收入增速



从 2003 年-2007 年的数据可以看到，城镇居民每年用于消费支出的增速略低于可支配收入的增速，但变化趋势与可支配收入同方向，消费收入中用于服装支出的比例呈上升的态势，即以城镇居民的收入水平，“服装恩格尔系数”仍处在上升阶段，服装消费是“消费升级”的重要组成部分。只要城乡居民收入保持稳定增长，服装内需增长十分确定。对于出口，我们也不悲观，由于服装的消费属性，出口恢复可能快于整体出口。2009 年 5 月初的第 105 广交会上，纺织服装签订的订单同比下降 11.7%，其中服装及附件成交下降 15.2%；纺织品下降 7.9%。作为参照的去年同期第 103 届广交会，纺织服装同比下降 14.5%，而去年实际出口金额增加了 13%。

图17 城乡人均收入增速

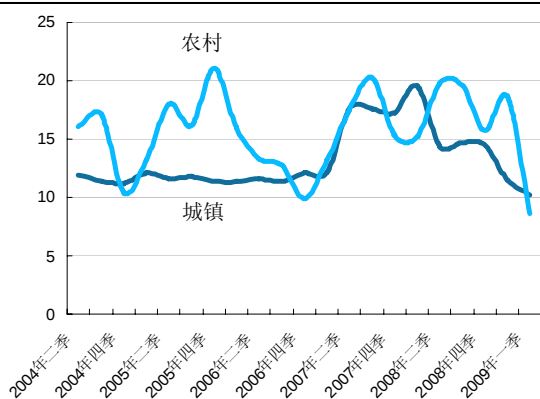
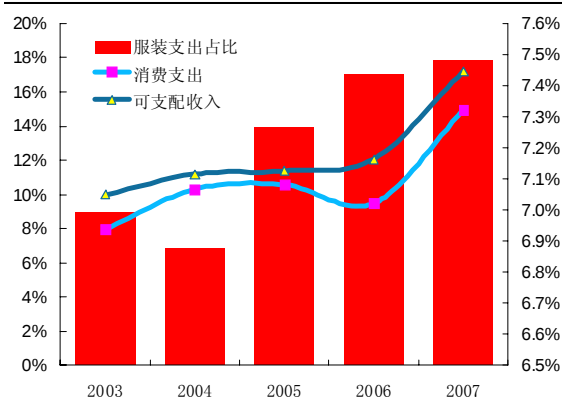


图18 城镇收入、支出、服装支出占比

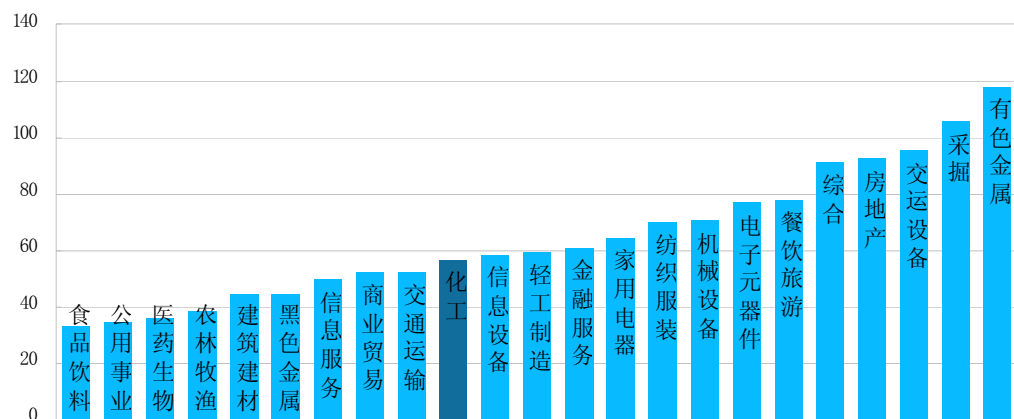


在 2007 年行业景气高峰时，化纤行业有许多新建扩建项目，但随后行业进入调整，固定资产投资增速随之下滑，一些项目被迫延期投产。《纺织工业调整和振兴规划》中提到，“淘汰 230 万吨化纤落后产能”，对小规模落后产能加以限制。在产品工艺相对成熟的行业中，产能过剩应该被视为常态，行业集中度得到提高将提高行业盈利水平。

## 上半年回顾

如果以 2008 年初为基点，化工板块排名仅高于农林渔牧和黑色金属，列倒数第三，排名靠后的还有交通运输和轻工制造。除了农林渔牧外，黑色金属、化工、交通运输和轻工制造都属于产业链的中游，在 2008 年-2009 年之间大宗商品价格大幅波动，金融危机导致工业活动停滞，需求极度萎缩的情况下，中游行业两头受压，既要承受原材料价格波动的痛苦以及由此引发的库存调整，又深受需求下滑的冲击，转移成本的能力不强。

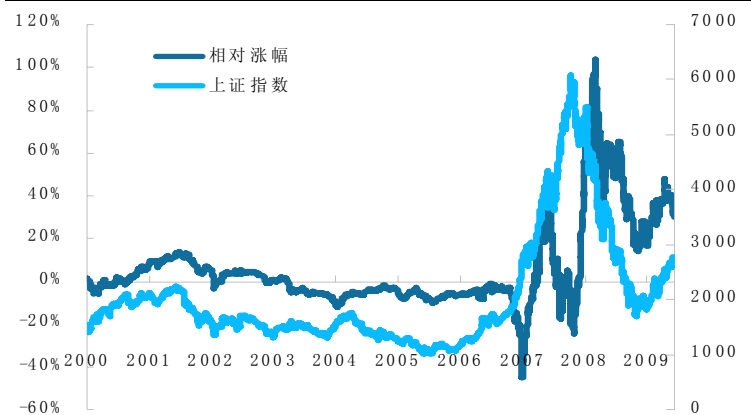
图20 今年以来各个板块涨幅（截止到6月1日）



数据来源: WIND

从 2000 年开始，化工板块相对大盘正收益。从 2009 年 1 月份以来，化工板块相对上证指数为正收益，这一状态一直维持到 4 月底，5 月份以来，化工板块相对大盘负收益。许多化工品价格春节以后上涨，相应个股也随之上涨，5 月份以后，产品价格冲高回落，股价也随之回落。

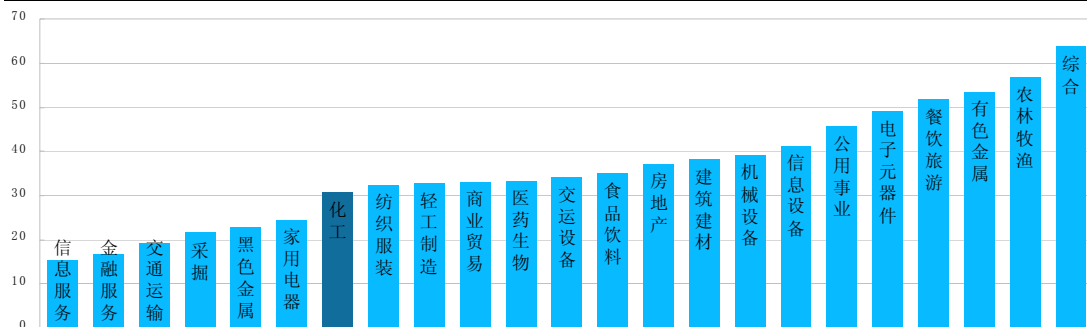
图21 化工板块相对涨幅



数据来源: WIND

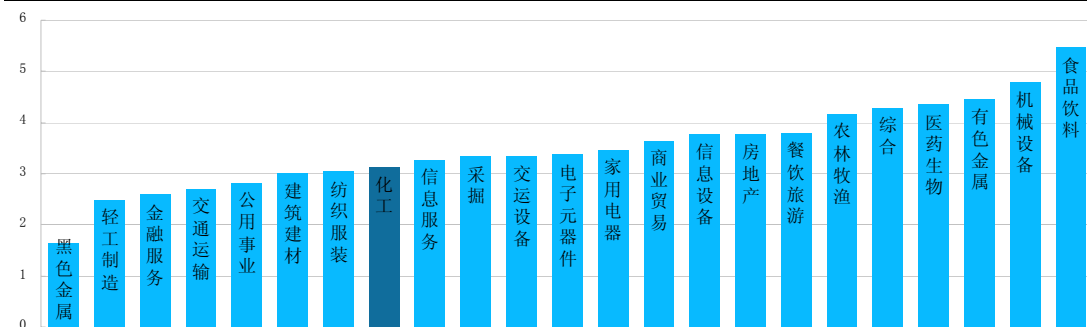
目前化工行业的 PE 为 30.7 倍，PB 是 3.12 倍，处于所有行业的中下游。历史上，化工行业的估值水平在所有行业中一直处于底部，进过 2008 年的业绩调整后，2009 年化工板块的市盈率排名接近历史平均水平。

图22 30xPE处于所有行业的中下游



数据来源：WIND

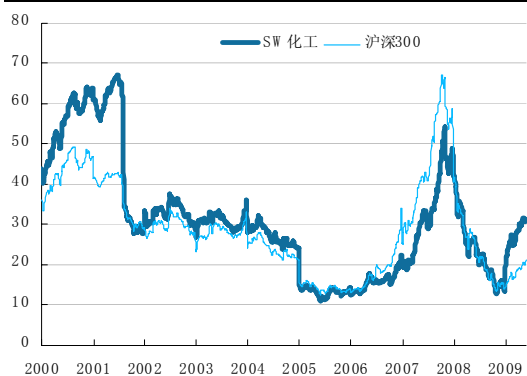
图23 3xPB处于行业中下游



数据来源：WIND

纵向的来看，上轮行情起点 2005 年时化工行业 PE 低点是 11.6 倍，高点 2007 年底是 54 倍，目前的 PE 处于中间位置。PB 则略高于 2007 年前的平均水平。2009 年以来，化工行业 PE 估值水平相对大盘上升的较快。

图24 PE接近半山腰



数据来源：WIND

图25 PB略高于历史低点



数据来源：WIND

行业内三分之二的个股跑赢上证指数，涨幅排名前十的个股平均涨幅为 151%。排名靠前的个股中，路翔股份主营改性沥青，国家四万亿计划中加大高速公路投资对公司形成长期利好，沥青价格先跌后涨有助于提高毛利率水平。双良股份主要产品苯乙烯价格由年初 5000 元/吨上涨到 9400 元/吨，涨幅接近 100%，苯乙烯下游有 ABS、SBR 和 EPS 等，ABS 主要应用领域是汽车零配件，SBR 主要应用领域是轮胎橡胶。EPS（XPS）是一种廉价的外墙保温材料，建筑节能是节能减排重要的组成部分，市场预期下半年国家将出台政策补贴建筑节能。

涨幅靠后的个股有“草甘膦板块”中的新安股份、江山股份，还有部分玻纤化肥类个股。

**表 1 涨幅前十和涨幅后十的个股**

| 代码        | 简称    | 涨幅 %  |
|-----------|-------|-------|
| 002192.SZ | 路翔股份  | 222.9 |
| 600481.SH | 双良股份  | 186.1 |
| 000036.SZ | *ST华控 | 147.0 |
| 000973.SZ | 佛塑股份  | 146.1 |
| 600667.SH | 太极实业  | 142.7 |
| 600722.SH | ST金化  | 135.7 |
| 600378.SH | 天科股份  | 134.8 |
| 600579.SH | ST黄海  | 134.4 |
| 600387.SH | 海越股份  | 132.8 |
| 002165.SZ | 红宝丽   | 132.3 |
| ... ..    |       |       |
|           | 上证指数  | 49.5  |
| ... ..    |       |       |
| 600078.SH | 澄星股份  | 24.2  |
| 600423.SH | 柳化股份  | 23.6  |
| 600251.SH | 冠农股份  | 23.2  |
| 600596.SH | 新安股份  | 20.8  |
| 600096.SH | 云天化   | 18.3  |
| 600389.SH | 江山股份  | 17.7  |
| 600656.SH | ST方源  | 17.5  |
| 002217.SZ | 联合化工  | 16.0  |
| 600315.SH | 上海家化  | 13.9  |
| 600176.SH | 中国玻纤  | 5.7   |

数据来源：WIND

## 重点公司推荐

### 1. 丹化科技

丹化科技拥有全球第四套、亚太唯一的用煤制醋酐装置。

公司募投项目所采用的“万吨级 CO 气相催化合成草酸酯和草酸酯催化加氢合成乙二醇成套工艺技术”经过中国科学院鉴定，技术先进，相比传统工艺成本优

势明显，产业化风险小。

乙二醇主要用于生产涤纶聚酯，是重要的纺织原料和工业原料，国内乙二醇供不应求大量进口，项目投产以后需求有保障。

乙二醇、草酸项目于 2009 年下半年投产，2010 年完全达产，迅速为公司带来经济效益。

预计 2009 年和 2010 年 EPS 分别为 0.16 元和 0.93 元。

## 2. 山东海化

我们预计下半年房地产行业景气度能够维持，一方面因为销售情况良好，开发商的预期将发生改变，另一方面良好的销售情况将带来充足的现金流，配合宽松的货币政策，开发商也有能力加大投资。房地产新开工面积增加以及汽车产量的增加都将推动纯碱的需求。

山东海化目前拥有纯碱生产能力 220 万吨，是世界上产能最大的氨碱法制碱企业。

公司自有的羊口盐场拥有 200 万吨/年的原盐产能，公司所在地潍坊是全国最大的原盐产地，节约运输费用。

公司实际控制人是中海油，将来可能会通过各种形式帮助上市公司做大做强。

预计 2009 年和 2010 年 EPS 分别为 0.05 元和 0.21 元。

**表2 纯碱上市公司比较**

| 个股   | 纯碱产量 | 股本（百万） | 每百万股产能 | 三年平均ROE | 纯碱收入占比 | 纯碱毛利率 |
|------|------|--------|--------|---------|--------|-------|
| 山东海化 | 220  | 895    | 0.25   | 8.90    | 27%    | 26%   |
| 三友化工 | 190  | 939    | 0.20   | 14.72   | 59%    | 24%   |
| 双环科技 | 60   | 464    | 0.13   | 3.35    | 97%    | 27%   |

数据来源：WIND

## 3. 山东海龙

粘胶价格从底部 12000 元/吨上涨到 16000 元/吨，涨幅超过 30%，我们认为行业已经见底，未来产品价格仍有上升空间。

按照现在的产品价格，我们估计粘胶短纤的毛利率已经超过 15%。

新疆海龙 8 万吨粘胶短纤项目，一期 4 万吨已经投产，二期计划于 09 年底建成。募投项目 3 万吨高湿模量粘胶短纤项目将于今年 7 月投产。公司 23 万吨/年的总产能占全国 15% 市场份额。另外，今年公司将开工建设 1 万吨纳米氢氧化镁和 3000 吨纳米硫酸钡工程，并扩建凯利隆化工的工业氧化镁项目，形成新的利润增长点。

辩证的看待棉花价格对粘胶行业的影响。一方面，棉花和粘胶有替代作用，由

于粘胶在多数性能比较上优于棉花，根据近几年的价格走势，粘胶价格一直略高于棉花价格，因此高价棉花对粘胶形成支撑，构成利好；另一方面高价棉花意味着高价棉短绒和高价浆粕，因此较低的棉花价格减轻粘胶的成本压力。

预计今年新投产的粘胶产能 30 万吨，行业的供需关系保持稳定。

预计 2009 年和 2010 年 EPS 分别为 0.06 元和 0.32 元。

**投资评级说明:**

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益  $\pm 5\%$  之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

**郑重声明:**

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

**东北证券股份有限公司金融与产业研究所**

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209