



下半年行业低位弱平衡，看复苏、抓题材为投资主线

——石油和化工行业2009年下半年投资策略

中原证券研究所 李琳琳

lill@ccnew.com

021-50588666-8045

目录

一、**2008年及2009年一季度行业运行状况回顾**

二、影响行业走势的五大因素分析

三、行业未来走势判断

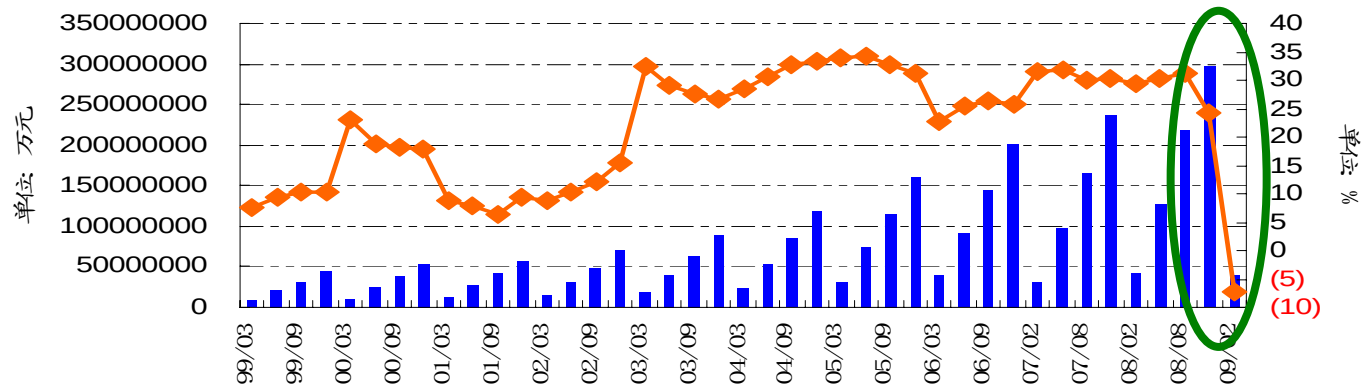
四、板块表现分析

五、风险提示

六、重点公司介绍

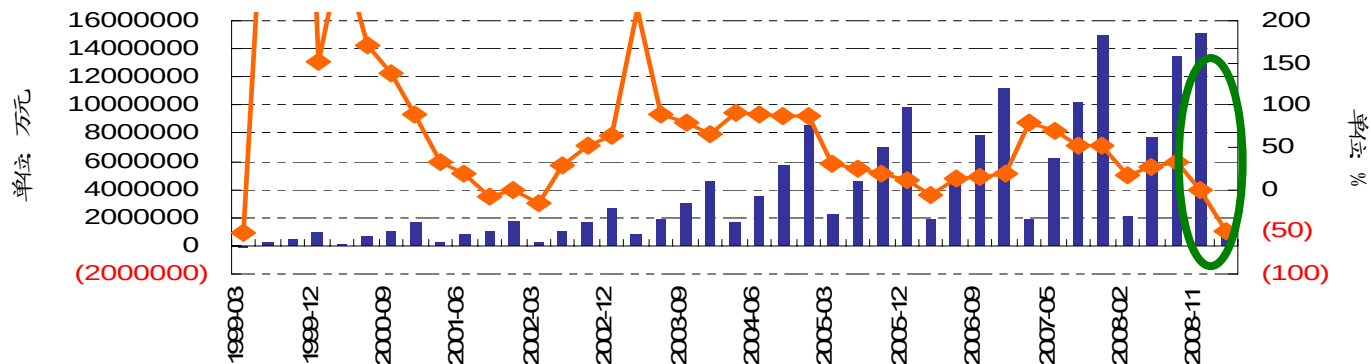
08年及09年一季度行业走势回顾

化工行业营业收入及收入增速变化



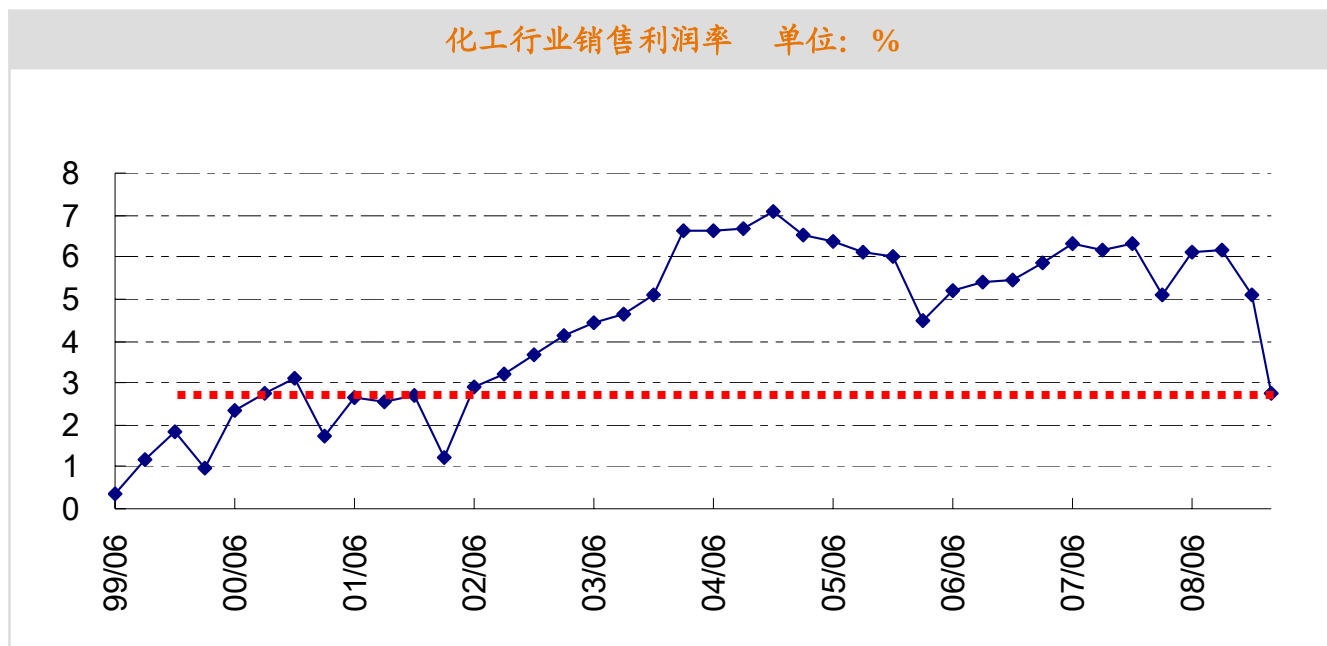
资料来源: Wind

化工行业利润总额及利润增速变化



资料来源: Wind

盈利能力快速下滑



资料来源：Wind

- 08年4季度以后盈利能力快速下滑
- 跌破02年下半年以后维持的盈利水平

09年一季度回顾：现积极变化，但喜中有忧



：量价止跌企稳

- 产量：**71%** 同比上升和持平，环比提高约**10**个百分点
- 价格：重点根据的**173**产品中，价格环比上升的有**85**种，占**49.1%**；环比下降的有**81**种，占**46.8%**；持平**7**种



：全行业固定资产投资增速依然较快，出口形势未出现实质性好转

下半年行业将达到低位弱平衡状态

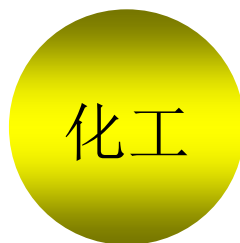
■ 供需

- 固定资产投资增速（供应）
- 宏观经济（内需）
- 国际贸易环境（外需）

■ 原油——成本

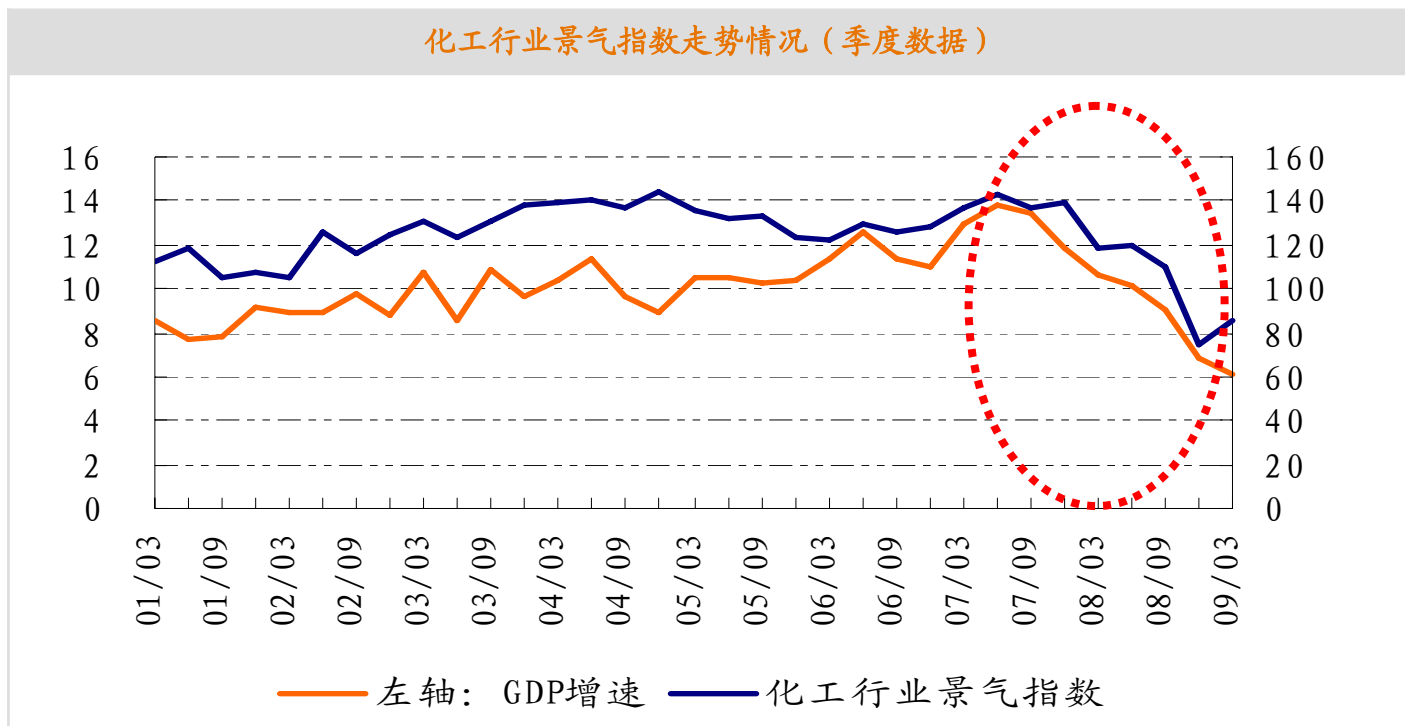
- 直接原料及间接生产和运输动力来源
- 原油价格过高或过低都不利于化工产业的发展

■ 产业自身周期



化工行业具备强GDP属性

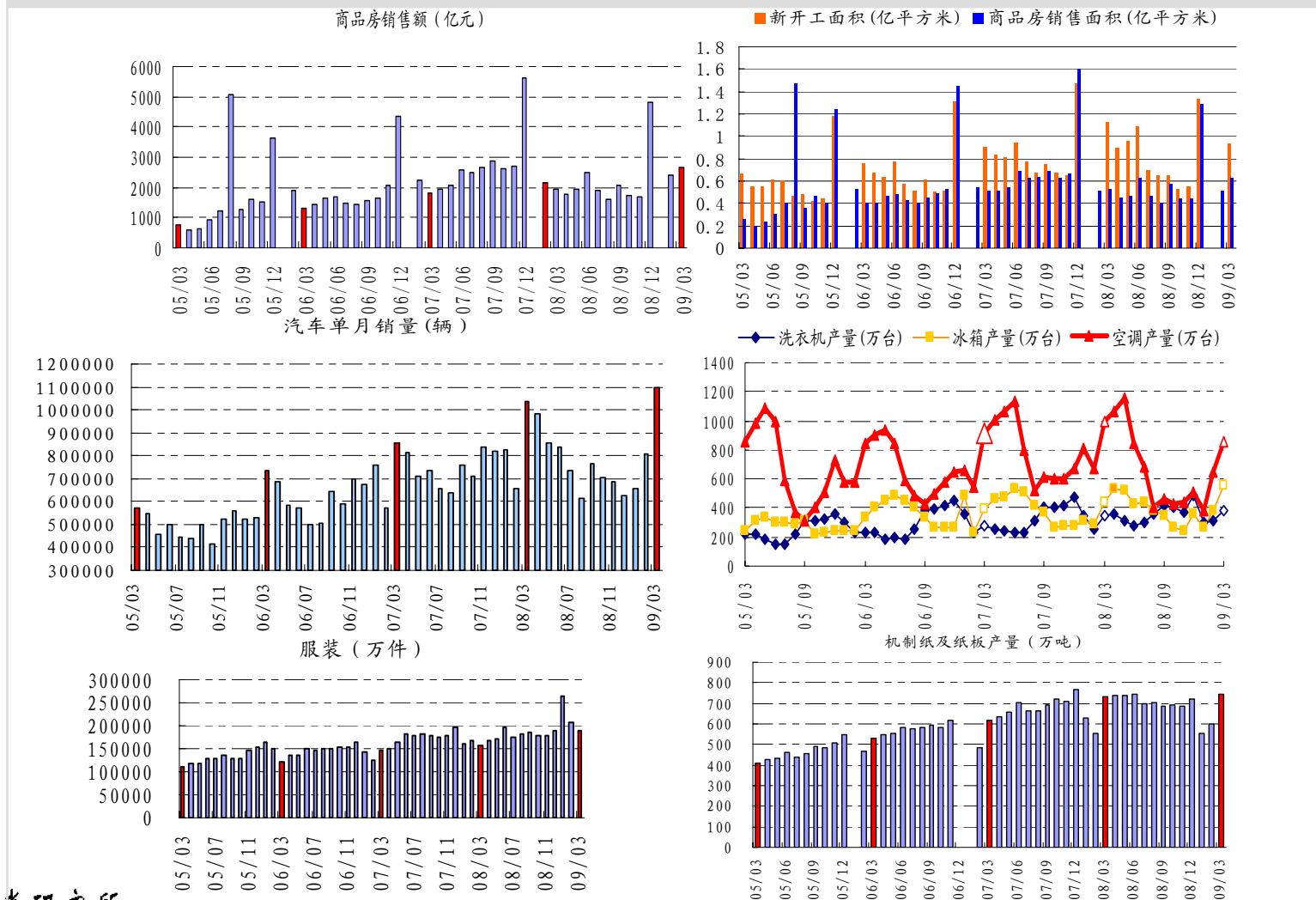
- GDP增速同化学原料及化学制品业相关性较大
- 化工自身特点决定了其周期性更为明显



资料来源：国家统计局

一季度下游现积极性信号

一季度下游情况



■ 积极信号显现

- 信贷扩张速度历史罕见，09年一季度，银行新增贷款**4.58**万亿元。超过08年全年新增额度约**90%**

- 结论：经济最坏时刻已过，消费板块有望在政策刺激下率先复苏，有助于带动化工产品价格的回升

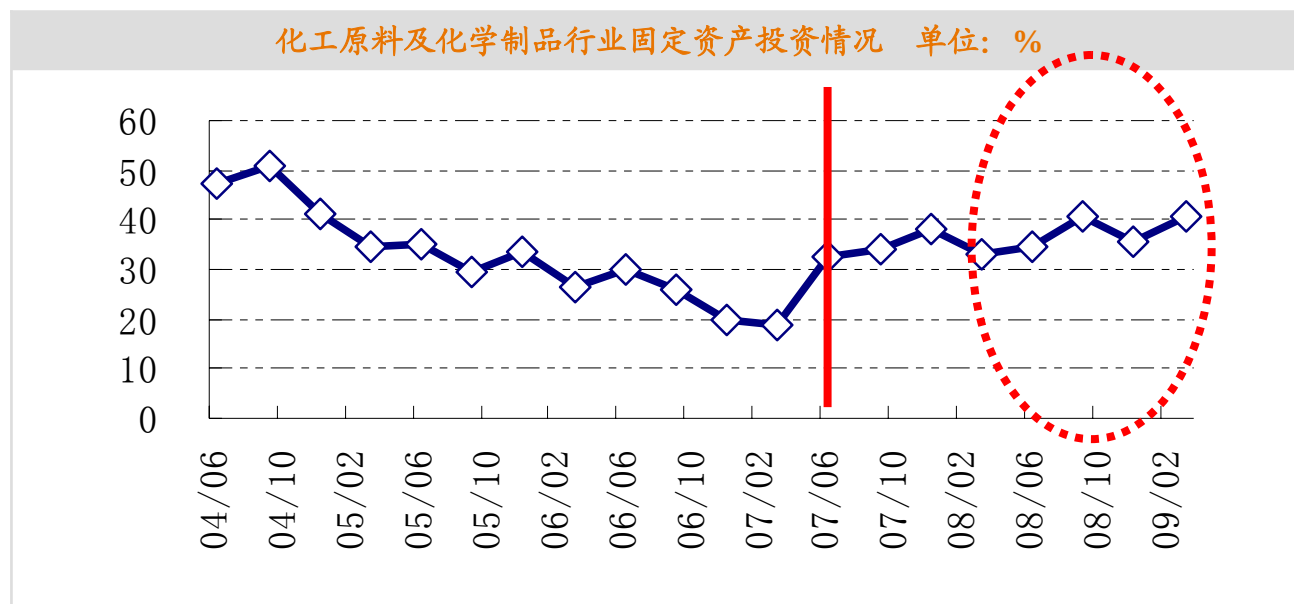
固定资产投资增速过快的矛盾

■ 固定资产投资增速过快与产能过剩存在矛盾

- 经济好时，可以通过出口转移
- 经济环境恶化时，问题凸显

下半年产能释放压力较大

- 2009年 1-3月，固定资产投资增速为**22.5%**，同比回落**11**个百分点，但依然较快
- 由于化工行业项目建设期大致为**1.5-2**年，**09**年开始一些化工产品将迎来投产高峰期，产能释放压力较大



国际贸易环境与化工产品出口

- 部分子行业出口依存度较高
 - 农药、染料、无机盐、轮胎、胶鞋等橡胶制品
- 国际贸易环境好坏关乎企业盈利空间大小
 - 发达国家经济状况
 - 国际贸易保护政策

下半年出口市场不容乐观

- 发达国家经济已经触底，但复苏之路漫长
 - 触底：消费者信心指数提升、制造业**PMI**指数反弹、房地产市场环比复苏、银行间信贷有所改善
 - 复苏漫长：存货销售比处于历史高位，去库存化之路漫长
- **IMF两次调低全球经济预测值**
 - 1月份预测值：0.5%
 - 3月份预测值：-0.5%至-1.0%
 - 4月份预测值：-1.3%
- 外需不振仍是下半年影响我国化工产品出口的主旋律
- 其他负面影响因素
 - 发达国家的贸易保护
 - 中东地区低成本有机原料和合成树脂的进口冲击

国际原油价格与化工

- 直接原料和间接生产、运输动力
- 原油价格过高或过低均不利于化工企业盈利

原油价格走势回顾

- 2008年7月14日：最高147.27美元/桶
- 2008年12月19日：最低32.40美元/桶
- 2009年6月5日收盘价：70.32美元/桶



资料来源：彭博，截至6月5日

原油价格影响因素-美元是主要因素

08年至今逐月国际原油期货价格走势



资料来源：彭博，截至6月5日

预计下半年，原油均价在**50-80美金/桶**之间

■ 美元走势分析：强势美元符合美的中长期利益

- 受周边国家降息空间下降，全球经济趋稳等因素影响，美元仍有进一步走弱的可能

■ 供需分析

- 长期支撑原油价格高位
- 短期来看，全球经济下滑，原油供需将在低位达到平衡

■ 如通胀预期加剧，原油价格将再被投机商推至高位

■ 预计09年下半年，原油均价在**80美金/桶**之间

主要机构对国际原油价格的预测

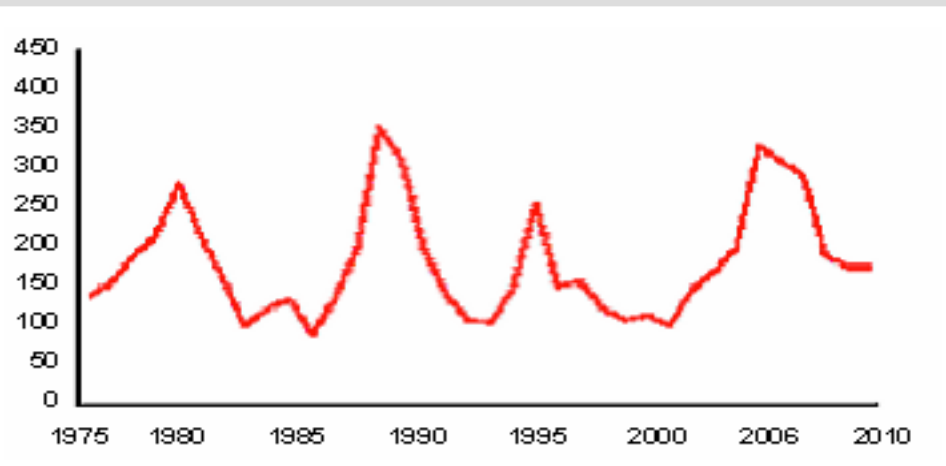
单位：美元/桶

机构名称\年份	1Q09	2Q09	09A
巴克莱资本	50	57	85
法国巴黎银行	35	45	63
花旗集团	40	47	47
瑞士信贷	40	45	50
大和证券	43	45	50
德意志银行	43	50	45
富通	40	44	46
JP摩根	50	49	58
美林商品研究	42	49	52
苏格兰银行	48	42	44
法国兴业	43	49	75
渣打银行	47	55	80
瑞银集团	55	50	60

资料来源：新华网

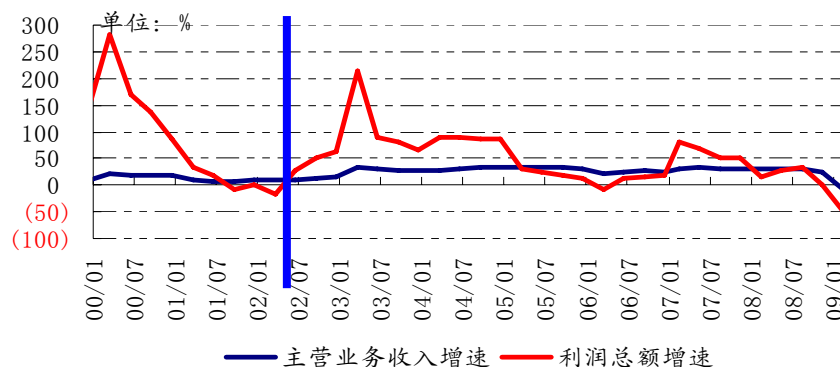
- 技术密集、资金密集、退出成本高等因素决定化工行业的周期性
- 按莱森特化学系统公司的测算，大约每隔**8**年左右出现一次利润率的周期性变化
- 发达国家化工行业景气周期为**8-10**年左右，其中景气周期上升和下降持续时间分别为**4-5**年
- **2002年6月**为我国上一轮景气周期的起点，**2010年下半年**为下一轮景气周期的起点

美国化工行业盈利指数 1982年=100



资料来源：国家统计局

化工行业主营业务收入增速同利润总额增速 走势



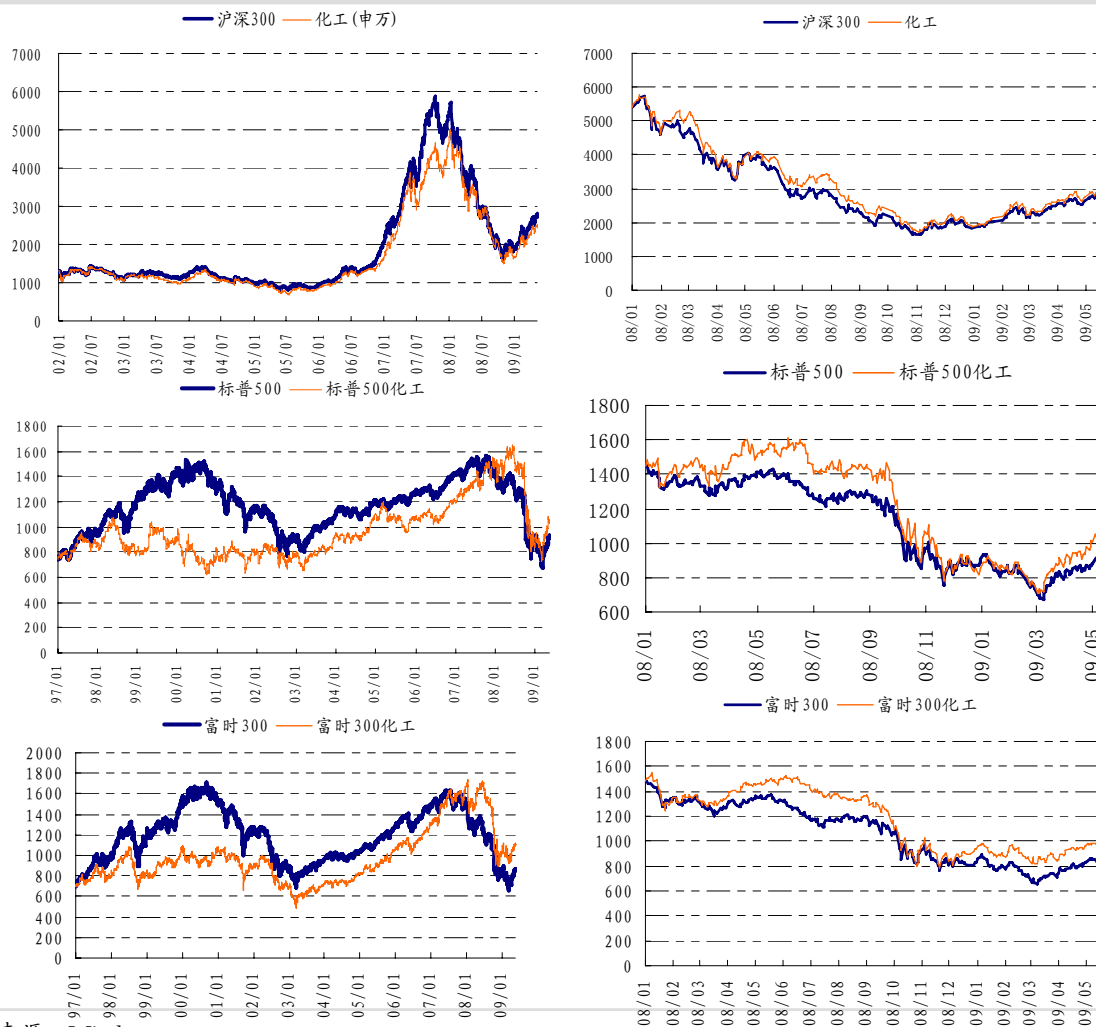
资料来源：国家统计局

下半年化工行业达成低位弱平衡可能性较大

- 原油价格小幅攀升，压缩企业利润空间
- 内需有望在政策拉动下回暖，外需恢复仍需时日
- 化工企业自身产能过剩与投资增速过快的矛盾突出，竞争将更加激烈
- 产业自身仍处于景气度低位
- 企业为维护市场份额，被迫保持低毛利率的可能性较大，预计行业**09**年下半年达成低位弱平衡状态的可能性较大

- 总体略弱于大市
- 强于大市是短暂的

中、美、欧化工指数与大盘指数走势对比



资料来源: Wind

2009年下半年投资策略：抓题材，看复苏

■ 率先复苏板块相关个股

- 汽车相关：轮胎板块中的黔轮胎A（000589）；工程塑料板块中的金发科技（600143）
- 房地产板块回暖惠及的氯碱板块、纯碱板块：亿利能源（600277）、中泰化学（002092）、英力特（000635）、山东海化（000822）
- 基建板块：兴化股份（002109）

■ 国家支农政策惠及的农药和钾肥板块

- 扬农化工（600486）、诺普信（002215）、中信国安（000839）

■ 通胀预期下，关注新能源及资源板块

- 中信国安（000839）
- 通胀预期下，关注优质煤化工企业，如：威远生化（600803）、天科股份（600378）；优质磷化工企业，如：澄星股份（600078）

■ 节能减排题材

- 节能：烟台万华（600309）
- 减排：具备CDM概念的个股，如兴化股份（002109）、巨化股份（600160）

■ 关注产品价格上涨带来的投资机会

重点公司解禁股统计

重点公司股份解禁时间表及解禁比例				单位：万股,%	
股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
兴化股份	2010-01-26	15516.51	首发原股东限售股份	76.89	43.29
烟台万华	——	全流通	——	——	——
黔轮胎A	——	全流通	——	——	——
亿利能源	2012-01-16	42749	定向增发机构配售股份	245.97	71.10
中信国安	2009-08-24	4000	定向增发机构配售股份	2.63	2.56
	2009-09-24	9571	认股权证行权	6.30	6.14
威远生化	2010-04-19	4756	股权分置限售股份	26.86	20.11
天科股份	2009-11-09	4877	股权分置限售股份	24.78	19.86
德美化工	2009-07-27	3120	首发原股东限售股份	35.27	23.28
天利高新	2010-04-10	2062	股权分置限售股份	5.00	3.92
	2010-05-24	2340	定向增发机构配售股份	5.67	4.45
	2011-04-10	6879	股权分置限售股份	16.66	13.09
资料来源：中原证券研究所					

重点公司估值

重点公司估值分析表						单位:元、倍				
公司名称	每股收益			每股净资产	收盘价 (元)	市盈率			市净率	投资 评级
	2008A	2009E	2010E	1Q09		2008A	2009E	2010E	1Q09	
兴化股份	0.46	0.44	0.68	2.6	16.85	18.52	22.77	17.93	6.71	增持
烟台万华	0.91	0.74	0.94	2.51	9.86	21.43	22.41	14.50	3.79	增持
黔轮胎A	0.2	0.45	0.50	4.85	9.05	45.25	20.11	18.10	1.87	增持
亿利能源	-0.34	0.31	0.53	8.15	14.19	-41.74	45.77	26.77	1.74	增持
中信国安	0.23	0.27	0.39	3.34	15.26	66.35	56.52	39.13	4.57	增持
威远生化	0.04	0.10	0.30	1.6	9.47	236.75	94.70	31.57	5.92	观望
天科股份	0.23	0.20	0.40	1.77	10.67	46.39	53.35	26.68	6.03	观望
德美化工	0.73	0.75	0.85	4.97	13.86	18.99	18.48	16.31	2.79	增持
天利高新	0.12	0.10	0.30	2.33	7.74	64.50	77.40	25.80	3.32	观望
新安股份	5.89	2.00	3.00	10.64	35.1	5.96	17.55	11.70	3.30	增持

资料来源：中原证券研究所
注：股价为09年5月25日收盘价

风险因素

- 通胀预期下，原油价格快速上涨，导致成本增加
- 经济回暖速度低于预期
- 环保风险

五家重点上市公司

- 兴化股份（002109）
- 烟台万华（600309）
- 黔轮胎A（000589）
- 亿利能源（600277）
- 中信国安（000839）

兴化股份（002109）：受益基建及CDM项目成功注册

■ 公司概况

- 国内硝酸铵龙头企业，市场占有率第一
- 硝酸铵产能**45万吨/年**

■ 投资亮点

- 下半年硝酸铵需求有望上涨
 - 国内**75%**左右的硝酸铵被用于炸药的生产，下半年随着国家**4万亿**拉动的基建投资进入高潮，对硝酸铵的需求也将随之上涨
- 具备**CDM**概念
 - 目前公司**CDM**项目已经成功注册，预计**2010**年开始确认收入，年确认收益约**3000**万元左右

兴化股份（002109）：受益基建及CDM项目成功注册

■ 投资评级

■ 增持

■ 风险揭示

■ 天然气价格大幅上涨，硝酸铵价格大幅下跌

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	83555	91955	116455
增长比率（%）	25.25	10.05	26.64
净利润（亿元）	16609	15876	24487
增长比率（%）	71.80	-4.42	54.24
每股收益（元）	0.46	0.44	0.68
市盈率（倍）	21.43	22.41	14.50



烟台万华（600309）：或将受益建筑节能政策出台

■ 公司概况

- 国内MDI龙头企业，目前拥有MDI50万吨/年，2010年将扩张到80万吨/年

■ 投资亮点

- 国内唯一一家MDI上市公司，技术优势明显
- 占据国内1/3市场份额，产能扩张较快
- 目前MDI价格已经企稳，公司盈利最坏时刻已经过去
- 建筑节能三年规划或将出台

烟台万华（600309）：或将受益建筑节能政策出台

■ 投资评级

■ 增持

■ 风险揭示

- 建筑节能三年规划未获通过
- GDP增速继续放缓导致MDI价格大跌

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	770439	747326	859425
增长比率（%）	-1.27	-3%	15
净利润（亿元）	150973	12382	155536
增长比率%	1.47	-18.03	25.62
每股收益（元）	0.91	0.74	0.94
市盈率（倍）	18.52	22.77	17.93



黔轮胎（000589）：一季度业绩高于预期，业绩将稳步增长

■ 公司概况

- 工程轮胎龙头企业之一，拥有全钢子午胎**200**万套、半钢子午胎**50**万套、斜交胎**300**万套

■ 投资亮点

- 经济危机下，维修胎市场热度高于原配胎
 - 公司销售主要针对维修胎市场
- 出口比例较低
- 地处贵州，**09**下半年，有望受益于逐渐升温的四川灾后重建

黔轮胎（000589）：一季度业绩高于预期，业绩将稳步增长

■ 投资评级

■ 增持

■ 风险揭示

■ 行业竞争激烈，毛利率水平可能有所下滑

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	437397	432600	463200
增长比率（%）	8.13	-1.10	7.07
净利润（亿元）	5120	11400	12800
增长比率%	-41.36	122	13
每股收益（元）	0.2	0.45	0.50
市盈率（倍）	45.25	20.11	18.10



亿利能源（600277）：大股东优质资产注入，煤化工实力雄厚

■ 公司概况

- 目前拥有一条煤-煤矸石-精制盐-离子膜烧碱-PVC-工业废渣制水泥的能源化工一体化路线
 - 拥有110万吨/年工业废渣制水泥（已投产，41%股权）
 - 4×200MW煤矸石发电（已投产，49%股权）
 - 45万吨/年PVC和烧碱及其配套（已投产，计划于2009年年底前扩大至50万吨/年，2010年前扩大到100万吨/年，41%股权）
 - 1000万吨/年煤炭（18亿吨煤矿储量、已具备500万吨/年产能，剩余产能预计09年10月形成，49%股权）

■ 投资亮点

- 成本控制力强
 - 地处西部，煤炭价格低
 - 生产用电：自备+外购0.27元/度，低于周边0.34元/度
- 依托中国神华，运输瓶颈消失
 - 运输：神华铁路专线，享受集团内部运费
- 业绩有保障
 - 大股东承诺2009年、2010年每股收益分别不低于0.31元和0.53元

亿利能源（600277）：大股东优质资产注入，煤化工实力雄厚

■ 投资评级

■ 增持

■ 风险揭示

■ 氯碱市场景气度持续低位

■ 大股东承诺未兑现

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	217663	——	——
增长比率（%）	27	——	——
净利润（亿元）	-8374	18680	31756
增长比率%	-623	——	70%
每股收益（元）	-0.34	0.31	0.53
市盈率（倍）	-41.74	45.77	26.77



中信国安（000839）：具备新能源概念的资源股

■ 公司概况

- 公司拥有三大独占性资源，即锂资源、钾肥资源和有线电视资源，具有较高的成长性

■ 投资亮点

- 国内钾肥仍存供需缺口。公司在积极扩大现有硫酸钾镁肥的产能同时，还在进行氯化钾的生产尝试
- 盐湖资源有扩大预期。公司取得潜在经济价值巨大的西台盐湖的相关采矿权，同时还在争取东台和一里坪的采矿权
- 碳酸锂及锂离子动力电池业务未来具备较高的成长性，碳酸锂成功达产是关键
- 有线电视业务平稳增长

中信国安（000839）：具备新能源概念的资源股

■ 投资评级

■ 增持

■ 风险揭示

- 产能不能持续稳定扩大
- 项目收益未达预期
- 盐湖资源税可能会上调
- 估值水平过高

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	190513	228617	285769
增长比率（%）	10%	20%	25%
净利润（亿元）	35587	41964	60580
增长比率（%）	9%	18%	44%
每股收益（元）	0.23	0.27	0.39
市盈率（倍）	66.35	56.52	39.13



免责条款

■ 行业投资评级

- 强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅**10%**以上
- 同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅**10%**至**-10%**之间
- 弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅**10%**以上

■ 公司投资评级

- 买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅**15%**以上
- 增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅**5%**至**15%**
- 观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅**-5%**至**5%**
- 卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅**5%**以上

■ 免责条款

- 本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用



谢 谢

中原证券研究所联系人：马钦琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122