



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 6 月 23 日

化工

研究部

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

复苏尚需时日，关注油价和通胀

化工行业中期投资策略

投资提示：

下半年化工行业整体仍然保持盈利低迷状态，我们维持行业“中性”的看法。长期来看油价仍是逐步上行的过程，全球数量化放松可能导致油价和通胀状况超出预期，**建议趋势性配置油价上涨和通胀受益品种。油价上涨受益品种：**电石法 PVC 和乙二醇价格受油价推动，PVC 企业沈阳化工和英力特等，煤制乙二醇企业丹化科技。我们上调沈阳化工评级从“中性”至“审慎推荐”。**通胀预期受益品种：**磷肥国际价格已经见底，拥有磷矿资源的兴发集团，趋势性配置云天化（磷肥资产注入预期）；钾肥，盐湖钾肥估值进入合理区域，等待钾肥市场回升，我们上调盐湖钾肥评级从“审慎推荐”至“推荐”。如果经济复苏继续低于预期，**建议配置具有长期竞争力的行业优势性企业抵御风险：**新安股份草甘膦和有机硅处于行业底部，行业竞争力强，未来增长明确；华鲁恒升成本优势明显，DMF 和醋酸行业底部；兴发集团磷矿和水电资源充分，磷化工处于行业底部；烟台万华，长期行业竞争力强，业绩相对稳定性。

理由：

4~5 月份国内化工价格经历了去库存到补库存的反弹，目前进入一个相对稳定的阶段，产品价格仍然保持低迷状态。国内需求的相对疲软和国际需求低迷导致的进口冲击是国内化工品价格走弱的主要原因。中东低成本石化产品的冲击对国内产品价格造成一定压力，我们认为整体化工行业复苏也需要依赖于全球经济的复苏。从成本角度来看，国际化工品价格取决于原油和天然气价格，全球数量化放松带来的流动性释放可能继续推升油价和资源价格，天然气受到区域性市场影响，未来走势将落后于油价。在经济低迷期，上游资源价格上涨将挤压中游化工原材料的毛利；而在经济明显复苏期，中下游逐渐有能力转嫁成本压力。

房地产和出口复苏对国内化工行业的需求改善预计要在 2010 年上半年逐渐显现。石化产品价格将被油价推动上涨，国内电石法 PVC 和煤制乙二醇相对受益。化肥价格受益于农产品价格的上涨，国际磷肥价格见底回升，国内磷肥企业下半年有机会出口消化过剩产能；国际钾肥价格仍有回落空间，但国内钾肥价格已经基本见底；国际氮肥价格取决于国际天然气走势。

估值：

剔除高估值的亏损企业和资源企业，化工企业的估值和市场基础原料估值水平基本持平，盈利能力强的行业优势企业 2009 年动态 PE 在 20× 左右，盈利在盈亏边缘企业 PB 在 1.5~2 倍。如果未来行业受到出口和房地产回升影响复苏明显，估值将有提升空间。

风险：

主要风险是中期业绩低于预期；经济复苏速度慢于预期；原油价格短期大幅波动。

目录

全球需求低迷打压化工毛利	3
去库存后国内需求基本平稳	3
需求低迷期，上游资源价格上涨压缩中下游盈利	4
下半年总体低位运行，流动性推动下油价和通胀预期	6
国际油价和天然气价格可能出现阶段性背离	6
石化产品价格将推动上行，化工价格走势分歧	6
农产品价格基本和油价同步，国际化肥需求有望见底回升	8
其它子行业，等待房地产和出口复苏的回升	11
投资建议：相对看好油价上涨和通胀受益品种	13
2009 年中期业绩大多低于市场预期	13
估值和市场内的基础原材料估值水平接近	15
趋势性配置油价上涨和通胀受益品种	16

图表目录

图表 1：化工基础原料去库存后产量开始稳定	3
图表 2：2009 年四月份化工产品平衡表	3
图表 3：甲醇和 PVC 进口量大幅增长	4
图表 4：甲醇国内国际价格差异	4
图表 5：油价走势好于大多化工品	4
图表 6：在经济复苏过程中，化工行业 PPI 和行业利润率走势一致	4
图表 7：油价和化工行业 PPI	5
图表 8：全球乙烯开工率 2010 年有望见底	5
图表 9：最近原油价格和天然气价格偏离	6
图表 10：美国天然气需求领域分布	6
图表 11：烯烃和原油基本价格同步，波动大于油价	6
图表 12：PVC 和乙二醇于乙烯价差走势	7
图表 13：油价上涨对石化产品的成本传导（假设石脑油和原油价格同步，其它原料不变）	7
图表 14：农产品价格和油价走势一致	8
图表 15：国际化肥价格和农产品价格长期走势一致	8
图表 16：国际国内氮肥和磷肥价格保持低迷	8
图表 17：中国和国际尿素生产成本对比	9
图表 18：国际磷肥生产企业的原料供应	9
图表 19：国际 DAP 毛利走势	9
图表 20：国际磷酸开工率有望回升	9
图表 21：国际钾肥厂商减产计划还将不断增加	10
图表 22：国际钾肥比价仍高出氮肥和磷肥一倍以上	11
图表 23：国际钾肥未来两年开工率有望有所回升，2013 年后将下降	11
图表 24：房地产投资明显回升	11
图表 25：纯碱价格仍然低迷	11
图表 26：醋酸和丙烯酸价格走势不稳	12
图表 27：重点关注公司中期业绩预览	13
图表 28：重点公司盈利预测调整	13
图表 29：重点公司盈利预测假设调整（产品价格为不含税价）	14
图表 30：上市公司信息更新	14
图表 31：市场估值水平对比（P/E）	15
图表 32：市场估值水平对比（P/B）	15
图表 33：行业可比公司估值表	17
图表 34：国际化工公司估值表	18
图表 35：国际可比公司行业板块估值表	18

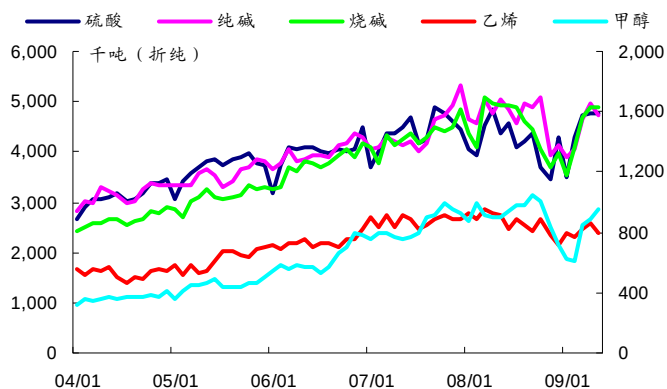
全球需求低迷打压化工毛利

去库存后国内需求基本平稳

1 季度国内化工行业完成了去库存, 4 月份开始国内化工产品价格均有明显反弹, 但 4 月下旬至 5 月初以甲醇、醋酸等为代表的基础原材料价格重新出现回落。目前化工行业整体开工率回到 80% 左右的相对稳定水平, 后面的需求改善需要等待经济的进一步复苏, 特别是出口和房地产开工的进一步回升。

我们分析国内需求的相对疲软和国际需求低迷导致的进口冲击是国内化工品价格走弱的主要原因。乙烯、纯苯、甲醇、醋酸、合成树脂、聚乙烯、聚丙烯和氮肥、磷肥等进口量同比都有大幅度的增长, 中东低成本石化产品的冲击对国内产品价格造成一定压力, 所以整体化工行业复苏也需要依赖于全球经济的复苏, 过去 5 年行业的高速增长带来全球产能过剩需要 1~2 年的调整期。

图 1: 化工基础原料去库存后产量开始稳定



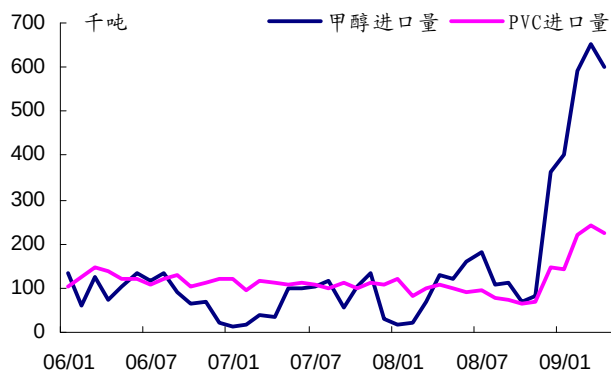
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 2: 2009 年四月份化工产品平衡表

产品名称	万吨	4月产量	累计产量	累计进口量	累计出口量	累计表观消费量	产品名称	万吨	4月产量	累计产量	累计进口量	累计出口量	累计表观消费量	产品名称	万吨	4月产量	累计产量	累计进口量	累计出口量	累计表观消费量
硫酸 (100%)	数量	482	1,739	114.4	0.1	1,853	冰醋酸	数量	16.2	58.2	9.5	0.7	67.0	ABS树脂	数量	2.9	9.4	63.8	1.3	71.9
	同比±%	1.9	1.3	68.3	(99.4)	4.7		同比±%	(4.1)	(14.3)	8.4	(17.7)	(11.7)		同比±%	(3.3)	(10.8)	(6.0)	6.7	(6.9)
	环比±%	1.3						环比±%	(6.4)						环比±%	7.4				
硝酸 (100%)	数量	18.1	63.8	-	0.1	63.7	涂料	数量	90.1	217.6	4.7	4.9	217.4	合成纤维单体	数量	93.3	339.3	446.3	0.4	785.2
	同比±%	5.2	1.4	(97.3)	(48.5)	(0.5)		同比±%	(22.4)	(12.5)	(35.6)	(23.8)	(12.9)		同比±%	0.2	(11.5)	6.2	(78.4)	(2.1)
	环比±%	(13.4)						环比±%	61.8						环比±%	(5.8)				
盐酸	数量	65.7	248.3	0.9	0.2	249.0	油墨	数量	4.8	13.9	1.2	1.1	14.0	合成纤维聚合物	数量	114.8	422.4	32.5	29.0	425.9
	同比±%	(2.5)	(2.7)	1,413	(8.1)	(2.4)		同比±%	(2.0)	(4.0)	(28.2)	(28.0)	(4.1)		同比±%	12.7	5.6	(11.8)	(29.2)	7.6
	环比±%	(8.9)						环比±%	60.0						环比±%	(7.9)				
烧碱 (100%)	数量	165.5	576.4	0.5	62.8	514.1	颜料	数量	13.5	46.4	9.1	18.2	37.3	聚酯	数量	101.9	377.4	7.0	25.6	358.8
	同比±%	(6.5)	(9.9)	(25.6)	6.3	(11.6)		同比±%	(4.3)	(9.2)	(39.0)	(27.6)	(9.0)		同比±%	13.6	6.3	13.1	(27.1)	10.1
	环比±%	6.1						环比±%	(1.5)						环比±%	(7.4)				
纯碱	数量	165.2	583.1	-	89.5	493.6	染料	数量	11.0	40.9	3.6	7.8	36.7	化肥合计 (折纯)	数量	600.3	2,103	108.1	98.8	2,112
	同比±%	5.2	(7.0)	(81.5)	44.0	(12.6)		同比±%	(9.8)	(3.9)	(42.2)	(34.8)	(0.8)		同比±%	7.6	9.7	(11.5)	(60.8)	18.2
	环比±%	7.2						环比±%	(29.9)						环比±%	(4.4)				
黄磷	数量	6.5	20.5	-	0.3	20.2	合成树脂	数量	292.2	1,073	874.6	56.7	1,891	氮肥	数量	429.7	1,570	8.7	51.6	1,527
	同比±%	41.3	28.8	-	(83.9)	43.3		同比±%	(0.1)	(2.5)	12.5	(40.5)	6.1		同比±%	10.5	9.7	156.5	(71.1)	21.6
	环比±%	(12.2)						环比±%	(0.8)						环比±%	(6.6)				
电石	数量	117.2	409.1	-	1.3	407.8	聚乙烯树脂	数量	66.0	254.6	247.8	5.6	496.8	(N 100%)	数量	135.3	460.5	10.7	47.1	424.1
	同比±%	(16.2)	(15.9)	(74.2)	(14.8)	(15.3)		同比±%	(5.6)	(6.8)	65.0	7.0	18.8		同比±%	(0.8)	9.6	217.4	(40.1)	23.0
	环比±%	5.3						环比±%	0.3						环比±%	(3.5)				
乙烯	数量	88.3	327.0	35	-	362.0	聚丙烯树脂	数量	65.7	256.8	125.5	1.2	381.1	尿素	数量	226.8	923.5	1.0	30.1	894.4
	同比±%	7.7	(7.8)	52	(99.3)	(3.9)		同比±%	9.3	5.2	46.8	(1.0)	16.0		同比±%	(2.5)	6.8	n.m.	(78.3)	23.2
	环比±%	1.1						环比±%	(8.5)						环比±%	(15.9)				
纯苯	数量	34.5	135.5	41.3	0.6	176.2	聚氯乙烯树脂	数量	70.8	267.7	82.8	3.1	347.4	(N 100%)	数量	34.2	72.3	88.7	0.2	160.8
	同比±%	0.9	(6.2)	283.1	(44.8)	14.1		同比±%	(12.2)	(9.0)	101.8	(89.5)	13.5		同比±%	6.9	9.3	(23.1)	(98.6)	(5.4)
	环比±%	(19.2)						环比±%	8.5						环比±%	19.2				
甲醇	数量	89.7	297.6	225	0.1	522.2	聚苯乙烯树脂	数量	2.9	29.6	36.6	8.6	57.6							
	同比±%	3.3	(15.5)	838	(99.7)	51.6		同比±%	16.4	12.8	(4.9)	(14.5)	5.5							
	环比±%	5.5						环比±%	(19.0)											

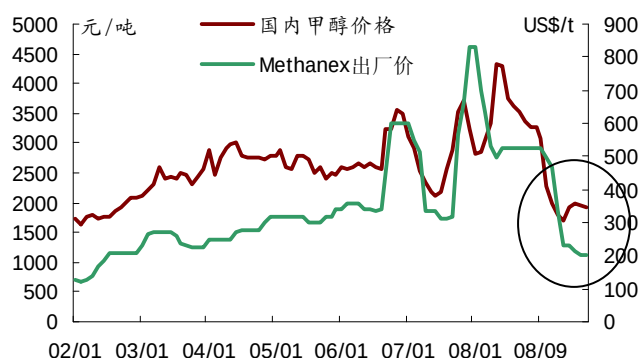
资料来源: 中国石油化工协会、中金公司研究部

图表 3：甲醇和 PVC 进口量大大幅增长



资料来源：中国海关数据、中金公司研究部

图表 4：甲醇国内国际价格差异



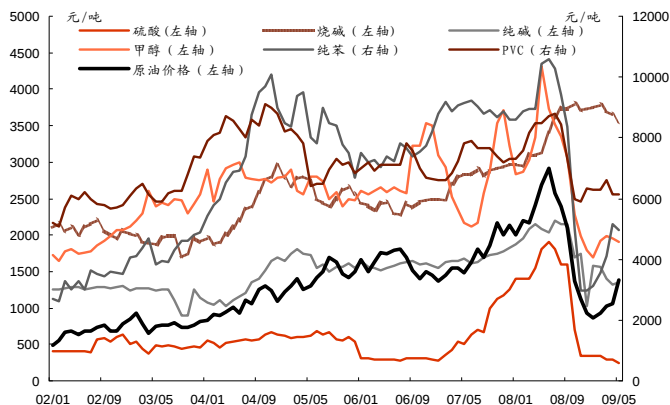
资料来源：隆众石化网、Methanex、中金公司研究部

需求低迷期，上游资源价格上涨压缩中下游盈利

从实体经济的走势来看，受到外需低迷和进口冲击的影响，化工原材料产能过剩总体比较严重。部分原材料如纯碱、电石法 PVC、甲醇、醋酸等行业开工率不到 70%。而由于数量型放松货币带来的流动性因素和金融属性的影响，原油价格仍有继续向上的可能。近期油价的上涨幅度远大于化工产品价格的上涨，部分产品价格如丙烯和 MDI 等在油价上涨过程中反而出现了下跌。

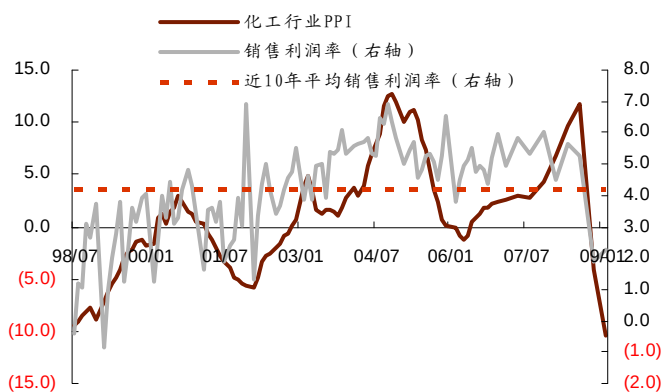
从历史上来看，在需求低迷期，原材料的上涨都将压缩中下游毛利；在经济全面复苏期，行业的盈利能够跟上原料的上涨。

图表 5：油价走势好于大多化工品



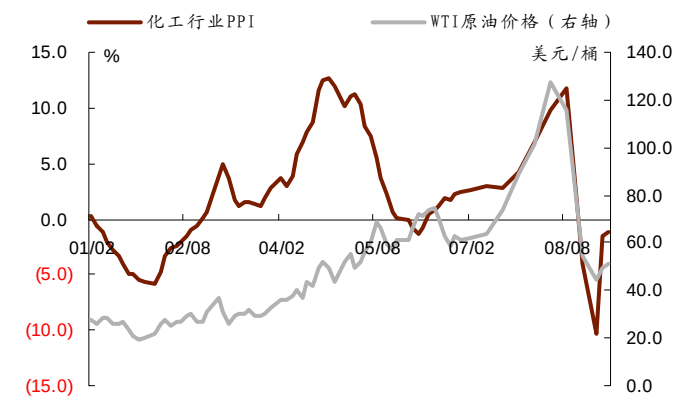
资料来源：彭博资讯、隆众石化网、中金公司研究部

图表 6：在经济复苏过程中，化工行业 PPI 和行业利润率走势一致



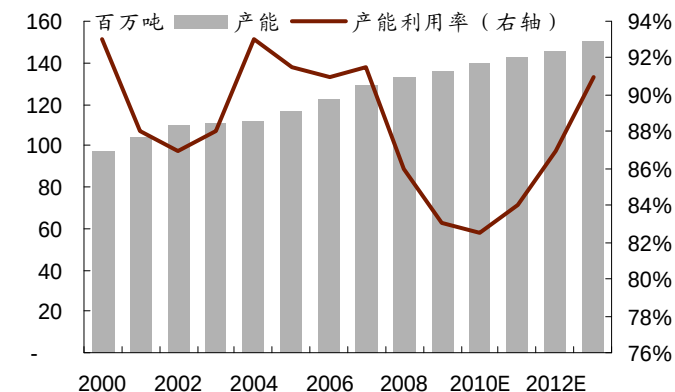
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 7: 油价和化工行业 PPI



资料来源: 彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图表 8: 全球乙烯开工率 2010 年有望见底



资料来源: CMAI、中金公司研究部

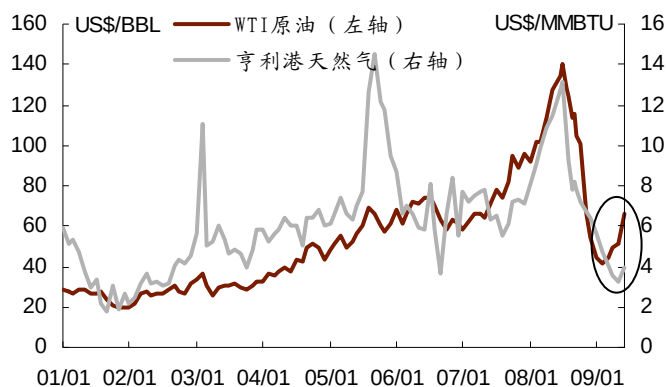
下半年总体低位运行，流动性推动下油价和通胀预期

国际油价和天然气价格可能出现阶段性背离

长期来看天然气价格和油价走势一致，但相对于原油的强金融属性，天然气由于区域性比较强，金融属性相对较弱，价格受到供需的影响更大。今年以来油价大幅上涨，但天然气价格上涨幅度明显低于油价。未来全球各国数量型放松带来的流动性继续保持，而供需状况相对刚性，随着经济复苏预期提升，油价仍有继续上升的动力，但在经济明显复苏前，天然气价格将滞后于油价上涨。

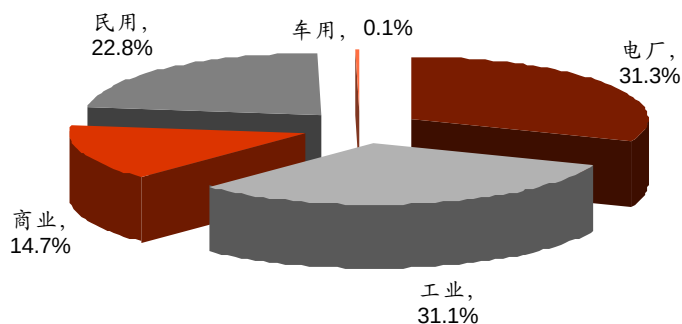
我们能源组对油价的判断是 2009 年均价 55 美元/桶，2010 年均价 70 美元/桶，2010 年阶段性油价可能达到 90 美元，长期油价是逐步上行的趋势。

图表 9：最近原油价格和天然气价格偏离



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 10：美国天然气需求领域分布



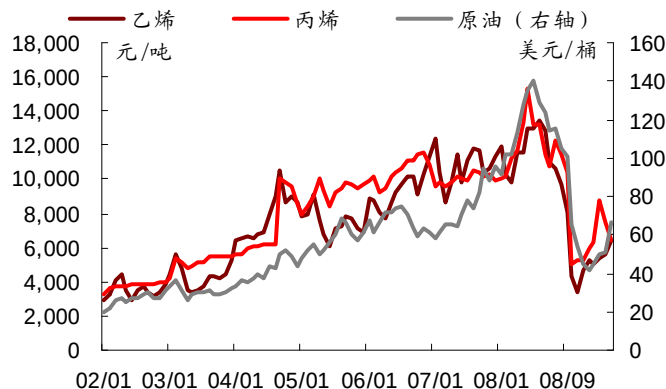
资料来源：EIA、中金公司研究部

石化产品价格将推动上行，化工价格走势分歧

整体而言，全球化工市场处于产能过剩状态，尽管需求低迷，但原油价格上涨必然推动烯烃和芳烃等石化产品的价格上涨，石化毛利总体可能受到压缩，而尿素、甲醇等天然气产业链和其它无机类化工品，将保持一个低位振荡的局面。

历史上看，烯烃和芳烃价格和油价走势完全一致，部分石化产品受油价推动的敏感性分析如图表 13。国内煤头的粗苯精制、电石法 PVC 和煤制乙二醇等能够受益于油价上涨。

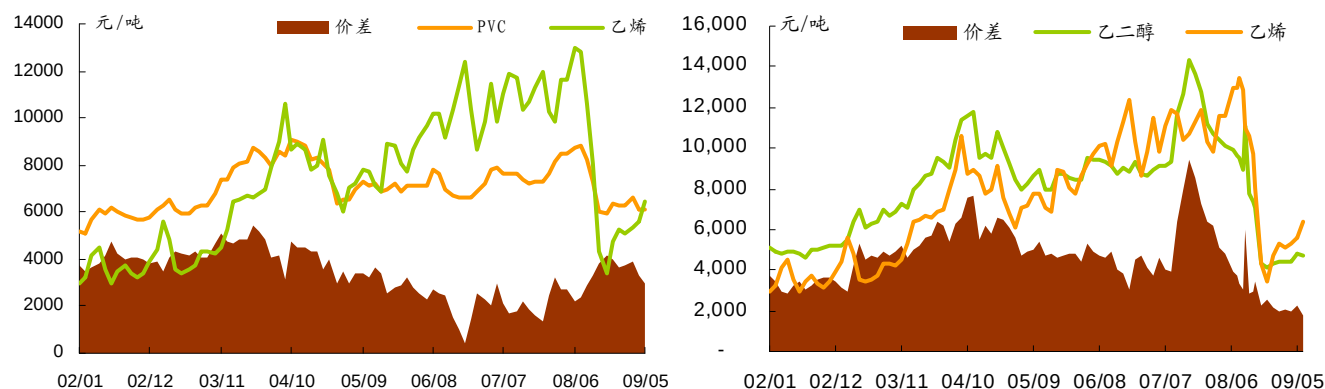
图表 11：烯烃和原油基本价格同步，波动大于油价



资料来源：彭博资讯、隆众石化网、中金公司研究部

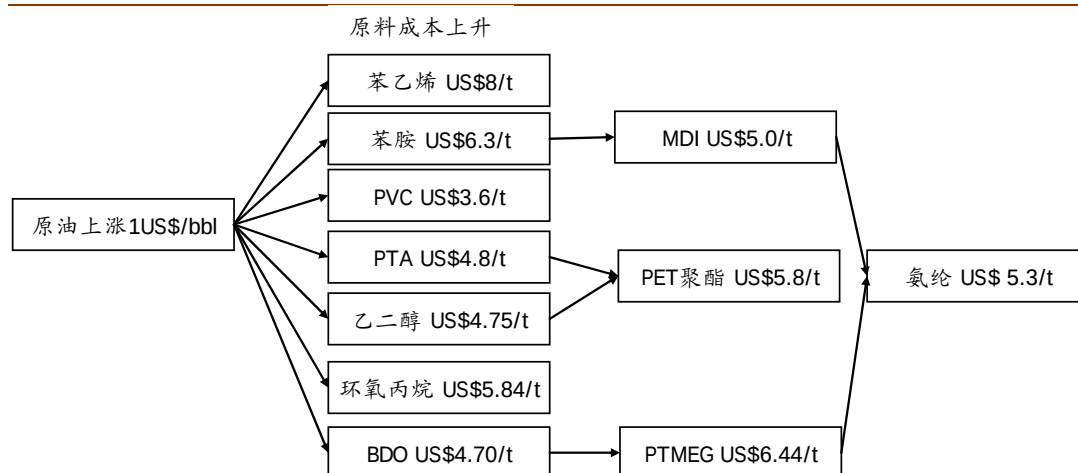
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 12: PVC 和乙二醇于乙烯价差走势



资料来源：彭博资讯、隆众石化网、中金公司研究部

图表 13: 油价上涨对石化产品的成本传导 (假设石脑油和原油价格同步, 其它原料不变)

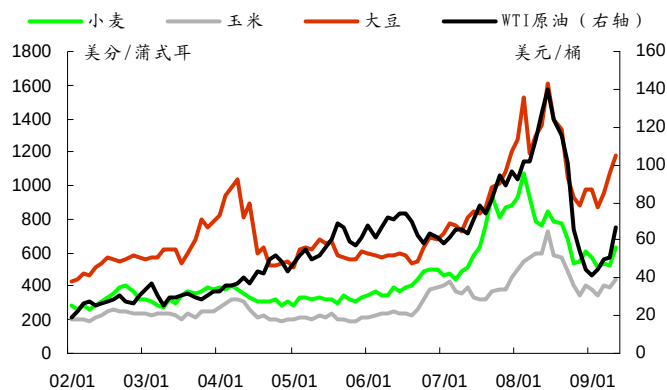


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

农产品价格基本和油价同步，国际化肥需求有望见底回升

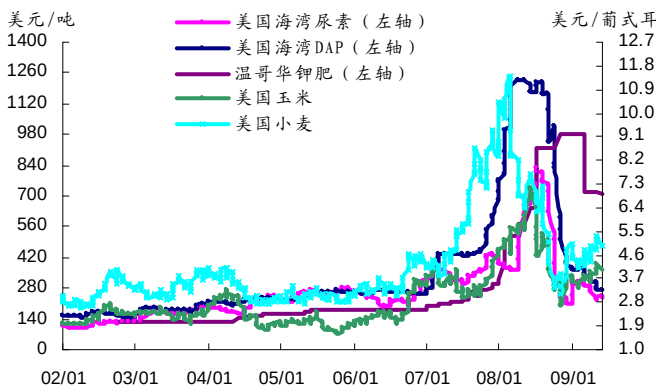
全球粮食库存保持在 20 年来的历史低位，而去年金融危机的影响导致 2009 年全球粮食播种面积的明显下滑，农产品价格代表了通胀的预期，同时油价上涨将推动玉米、大豆、棕榈油等具有生物能源属性作物的价格上涨，其中大豆价格上涨达到 50% 以上。

图表 14：农产品价格和油价走势一致



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 15：国际化肥价格和农产品价格长期走势一致



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

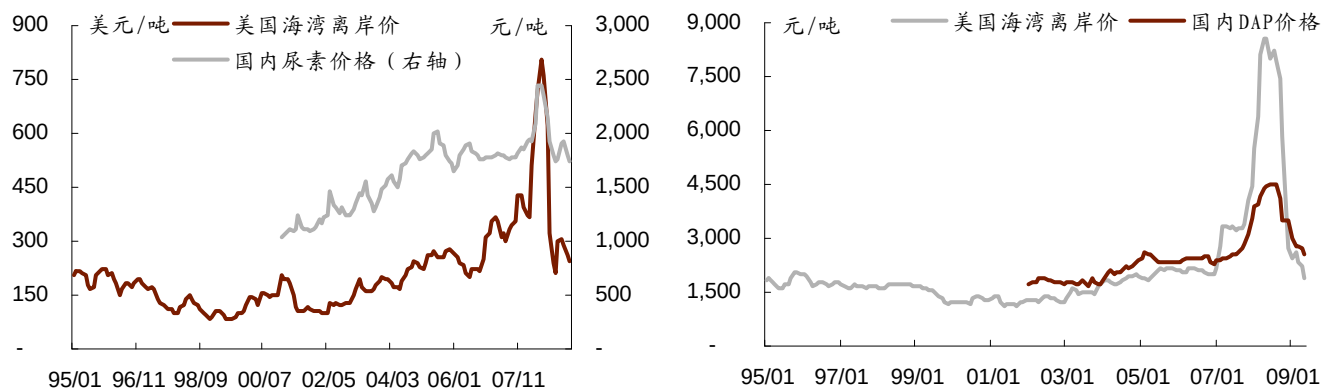
国际磷肥价格有望见底回升，氮肥可能低位振荡

由于国际天然气价格保持低位，中国氮肥整体成本处于国际高位，尽管中国尿素淡季出口关税将延长一月，如果未来国际天然气价格不出现明显上涨，国内氮肥企业的出口竞争力并不很强。氮肥需求相对刚性，即使农产品价格继续上涨，带来的需求弹性并不大。

磷肥需求受到种植结构的影响，同时磷矿石具有资源属性，随着农产品价格回升，印度和东南亚 DAP/MAP 需求有明显回升趋势，同时因为这些地区无磷矿石资源，本国的 DAP/MAP 装置在盈亏边缘，开工率不足，而最大的磷肥生产国—美国 DAP/MAP 出口量明显回升，开工率已经达到 80% 左右，库存已经回落到 10 年平均线以下。摩洛哥磷矿石离岸价也回升 20 元至 150 美元/吨。财政部调整出口关税之后，中国下半年磷肥将有 4 个半月享受淡季 10% 的出口关税，国际价格的进一步回升对国内磷肥企业比较有利。

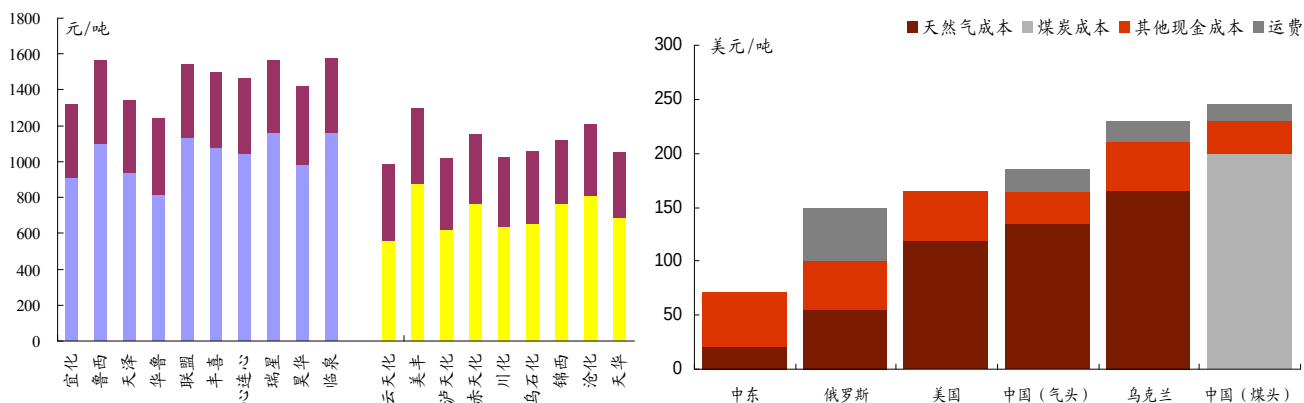
需求下降和能源价格下跌，2008 氮肥和磷肥价格均出现了大幅度的回归，中间价格基本没有明显反弹，保持低迷。去年金融危机对农民的教训比较深刻，知道期货价格不等于未来的收成价格，今年农民对化肥的采购比较理性，短期并没有受到农产品期货价格大幅度回升影响。

图表 16：国际国内氮肥和磷肥价格保持低迷



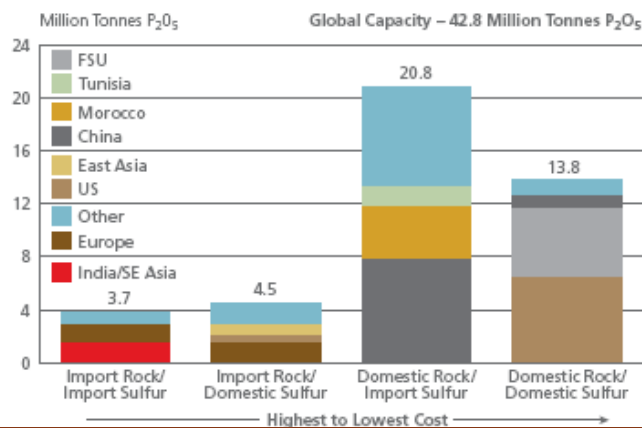
资料来源：彭博资讯、中国资讯网、中金公司研究部

图表 17: 中国和国际尿素生产成本对比



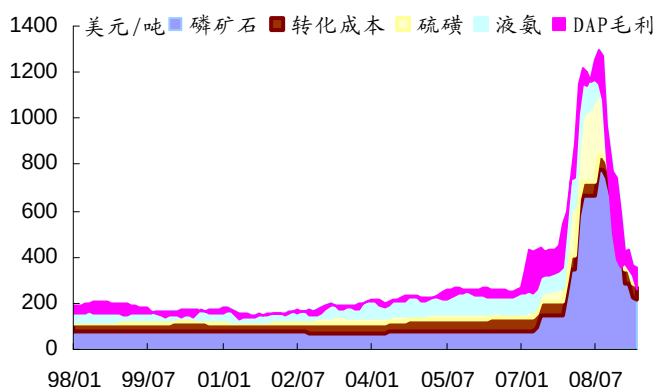
资料来源: TFI、中国氮肥协会、中金公司研究部

图表 18: 国际磷肥生产企业的原料供应



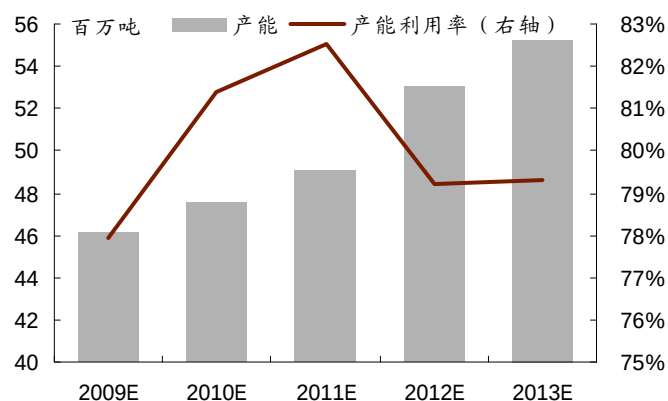
资料来源: 摘自 TFI 报告、中金公司研究部

图表 19: 国际 DAP 毛利走势



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 20: 国际磷酸开工率有望回升



资料来源: IFA、中金公司研究部

国际钾肥价格还有回落空间，国内价格基本见底

2008 年 10 月以来，国际钾肥需求大幅度下降（需求的萎缩一方面来自于播种面积和化肥施用整体的下降，另一方面是因为氮肥和磷肥价格回归到合理位置后钾肥相对比价太高，农民倾向于多用磷肥和氮肥），主要生产商大幅度降低生产负荷进行限产保价，至今为止，生产商宣布的减产计划达到 1317 万吨，德国 K+S 认为下半年还将减产 200 万吨

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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。

左右，目前北美的实际生产企业开工率在 25% 左右，但生产库存创出新高，达到近 400 万吨，TFI 估计全球库存（包括生产商和经销商）超过 2000 万吨。5 月份北美钾肥销量 40 万吨，同比下降 80%。

最近 K+S 下调欧洲价格至 600 美元/吨，我们认为国际生产商的垄断行为对长期行业格局并不有利，国际价格仍有下调空间。钾肥的高额利润吸引了大量的新探矿和在建产能，除了原有加拿大和前苏联生产企业外，中国、老挝、乌兹别克斯坦、南美等均有大量在建产能。

目前因为只有印度需求稳定（国家高补贴的影响），同时库存较低，印度和 BPC 达成的合同价格对全球信心将有巨大影响，印度的钾肥库存只有 2 个月，但公开表示不接受超过 DAP 的钾肥价格，我们认为最后印度钾肥到岸价落在 400 美元~500 美元之间的可能性比较大。

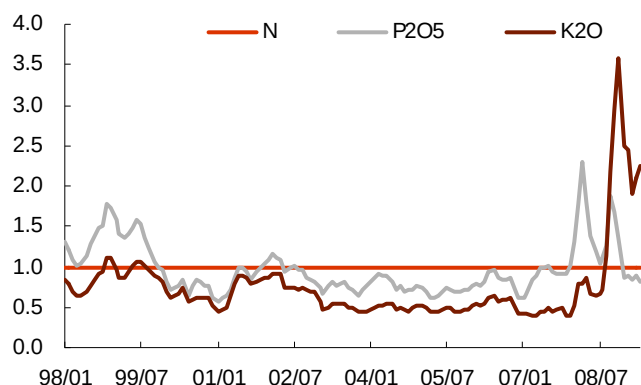
就中国而言，尽管目前钾肥库存在 500 万吨以上，近 2 个月销量非常小，现货价格最低达到 2800~3000 元/吨，我们认为该价格已经基本见底，国内钾肥市场已经是最坏的时候，未来如果油价继续走高或者印度签订一个较高的进口价格，国内成交量有望逐步回升。但受到化肥比价效应的影响，我们认为即使在 400 美元的价格下，国内钾肥需求的恢复到正常每年 900 万吨的水平也需要一个过程。

图表 21：国际钾肥厂商减产计划还将不断增加

供应商	减产数量（吨）
PotashCorp	4,700,000
K+S Kali	2,000,000
Uralkali（预计）	1,550,000
Belaruskali（预计）	1,700,000
Mosaic（预计）	1,700,000
Silvinit（预计）	880,000
Agrium（预计）	350,000
ICL（预计）	290,000
总计	13,170,000

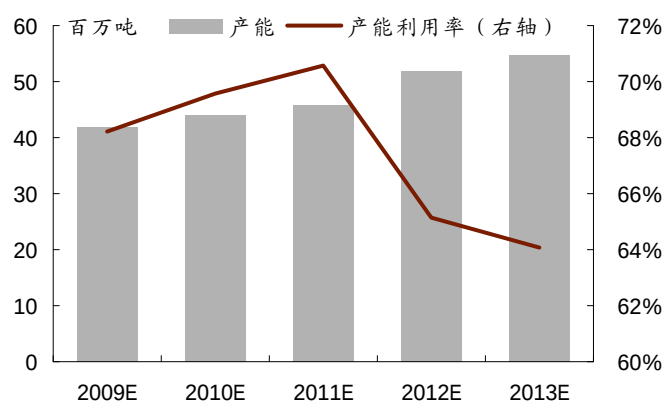
资料来源：TFI、中金公司研究部

图表 22: 国际钾肥比价仍高出氮肥和磷肥一倍以上



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 23: 国际钾肥未来两年开工率有望有所回升, 2013 年后将下降



资料来源: IFA2009 报告、中金公司研究部

其它子行业, 等待房地产和出口复苏的回升

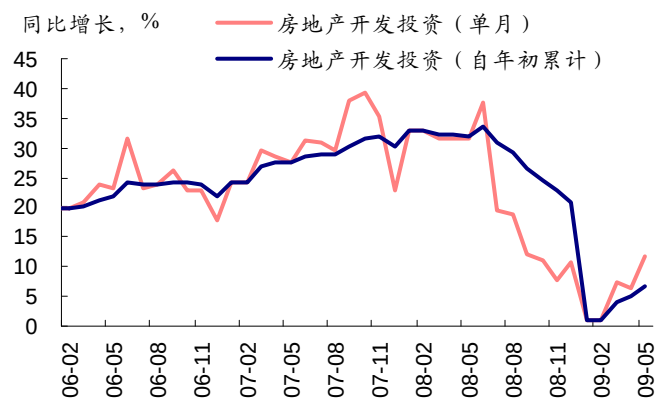
房地产对化工拉动滞后

我们估计的房地产和出口对化工品需求的影响达到 40% 左右, 对化工品的需求影响很大。

房地产对化工品的需求主要在施工后期的管道 (PVC)、门窗 (纯碱、PVC、橡胶等)、涂料 (丙烯酸酯、醋酸酯、醋酸乙烯、环氧树脂和聚乙烯醇等) 以及更后期的家具 (甲醇甲醛、TDI、聚醚) 和装修等。往往要滞后于房地产开工 8 个月左右, 随着房地产新开工面积的回升, 2010 年上半年房地产对化工需求拉动将比较明显。

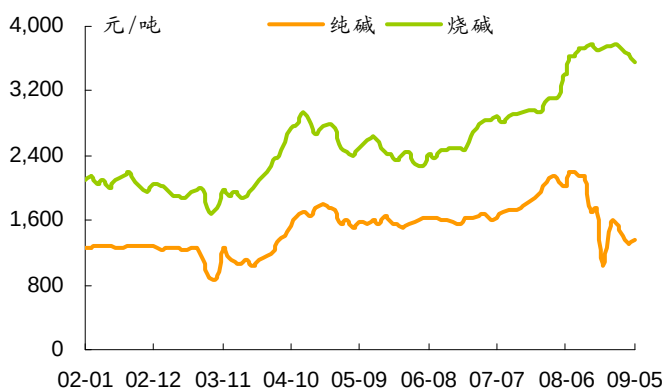
尽管发达国家经济普遍见底回升迹象, 同时发达国家内需的回升也将减少其本国化工品的出口量, 对产品价格有利但我们认为出口回升将是一个长期过程。

图表 24: 房地产投资明显回升



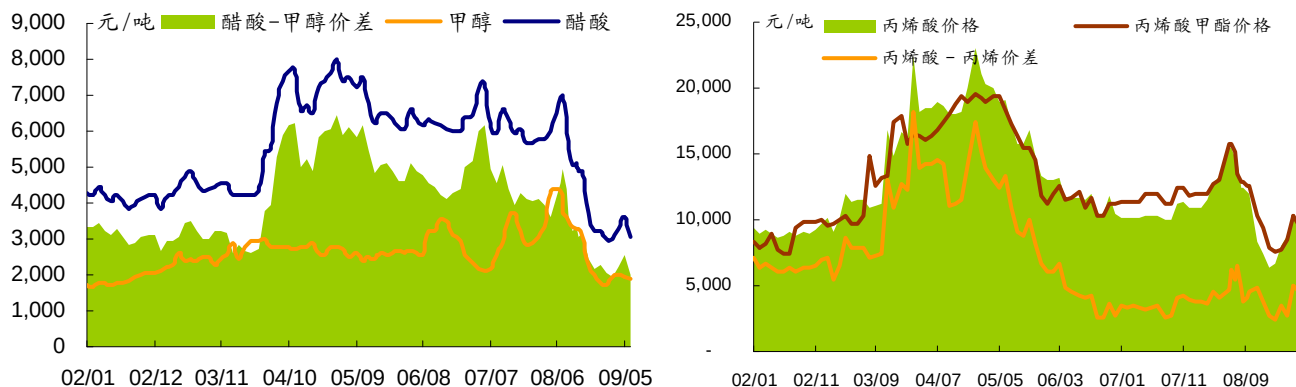
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 25: 纯碱价格仍然低迷



资料来源: 隆众石化网、中金公司研究部

图表 26：醋酸和丙烯酸价格走势不稳



资料来源：隆众石化网、中金公司研究部

部分行业政策变化

行业政策有利的子行业包括：

- **化肥**，尿素淡季出口关税延长一个月、DAP 和 MAP 淡季出口关税延长一个半月（淡季 10%，旺季 110%）。如果未来国际磷肥价格走强，国内磷肥企业将明显受益。
- **磷化工**，7 月 1 日起，黄磷 50% 的特别出口关税取消，继续征收 20% 的出口关税，磷酸 75% 的特别出口关税取消，征收 10% 的暂定关税。国内企业可以出口，因为中国是国际主要的黄磷出口商，目前国内价格低迷，维持在 10500 元/吨，出口关税下调对黄磷价格明显提升作用。磷矿石和磷酸等出口征收出口关税大幅下调将有利于磷化工行业。我们认为兴发集团受益最多。
- **甲醇和己二酸**反倾销调查可能会实施，对国内生产企业有利。
- **尿素和化工天然气**价格可能上调。中石油和中石化向发改委提出了申请，最后是否上涨还要看发改委的态度。

投资建议：相对看好油价上涨和通胀受益品种

2009 年中期业绩大多低于市场预期

市场对 3 月份以来的行业复苏预期较高，但实际在 4 月份补库存完毕，行业开工率回升后，产品价格重新大幅度回落，加上企业普遍开工不足，因为固定成本的影响，生产成本普遍高于预期，我们预测的重点关注公司二季度尽管和一季度比有明显改善，但仍然明显低于市场预期。

从行业趋势来看，下半年行业整体仍将处于低位振荡局面，我们进一步大幅度下调了重点关注公司 2009 年和 2010 年的盈利预测。

图表 27：重点关注公司中期业绩预览

名称	代码	1Q 08	2Q 08	3Q 08	4Q 08	1Q 09	EPS			1H 09	1H 08	YoY%	最新盈利预测		1H 09 占全年 预测百分比	Wind 市场平均	
							2Q 09	QoQ%	YoY%				2009E	2010E		2009E	2010E
云天化	600096.SH	0.33	0.38	0.40	0.00	(0.09)	(0.01)	(89%)	(103%)	(0.10)	0.71	(114%)	0.39	0.99	n.m.	0.97	1.28
盐湖钾肥	000792.SZ	0.32	0.34	0.77	0.34	0.92	0.21	(77%)	(38%)	1.13	0.66	70%	2.99	3.94	37.9%	3.62	4.29
四川美丰	000731.SZ	0.14	0.09	0.15	0.02	0.09	0.10	6%	12%	0.19	0.23	(16%)	0.51	0.58	38.1%	0.59	0.70
华鲁恒升	600426.SH	0.23	0.28	0.21	0.04	0.19	0.28	49%	(2%)	0.47	0.52	(9%)	0.92	1.12	50.8%	0.86	1.09
六国化工	600470.SH	0.13	0.20	0.09	(0.13)	0.04	0.10	177%	(50%)	0.14	0.33	(58%)	0.41	0.44	33.3%	0.48	0.59
烟台万华	600309.SH	0.23	0.30	0.20	0.18	0.12	0.17	48%	(44%)	0.29	0.53	(46%)	0.79	0.90	35.9%	0.85	1.04
新安股份	600596.SH	1.14	2.40	1.68	0.68	0.21	0.35	66%	(85%)	0.56	3.54	(84%)	1.57	2.26	35.7%	2.26	3.14
蓝星新材	600299.SH	0.10	0.18	0.03	(0.61)	(0.24)	0.04	n.m.	n.m.	(0.20)	0.29	n.m.	0.08	0.32	n.m.	0.21	0.61
三爱富	600636.SH	0.06	(0.02)	(0.04)	(0.20)	(0.03)	(0.02)	(31%)	(9%)	(0.05)	0.04	(216%)	0.04	0.10	n.m.	0.04	0.14
巨化股份	600160.SH	0.06	0.11	0.00	(0.02)	(0.12)	0.05	(142%)	(53%)	(0.07)	0.17	(141%)	0.04	0.13	n.m.	0.38	0.52
山西三维	000755.SZ	0.13	0.12	0.02	(0.24)	(0.17)	0.04	(123%)	(66%)	(0.13)	0.24	(154%)	0.04	0.21	n.m.	0.18	0.42
沈阳化工	000698.SZ	0.14	0.11	0.04	(0.15)	(0.04)	0.06	(257%)	(44%)	0.02	0.25	(91%)	0.19	0.38	11.2%	0.21	0.38
澄星股份	600078.SH	0.03	0.22	0.22	(0.29)	0.03	0.05	69%	(77%)	0.08	0.26	(69%)	0.23	0.30	35.0%	0.35	0.43
兴发集团	600141.SH	0.11	0.34	0.45	0.07	0.06	0.15	132%	(56%)	0.21	0.45	(53%)	0.58	0.80	36.9%	0.63	0.78
冠农股份	600251.SH	0.00	(0.00)	0.03	0.05	0.00	0.01	639%	(641%)	0.01	0.00	1,055%	0.69	1.35	1.7%	1.83	2.57
云维股份	600725.SH	0.33	0.39	0.22	(0.48)	(0.33)	(0.10)	(70%)	(126%)	(0.43)	0.72	(160%)	0.07	0.29	n.m.	0.41	0.61
丹化科技	600844.SH	0.01	0.06	0.04	(0.06)	(0.04)	0.03	(172%)	(50%)	(0.01)	0.07	(117%)	0.16	0.64	n.m.	0.24	0.76
建峰化工	000950.SZ	0.20	0.22	0.20	0.25	0.30	0.18	(39%)	(18%)	0.48	0.42	13%	0.76	1.15	62.9%	0.81	1.27

资料来源：公司数据、万德资讯、中金公司研究部

图表 28：重点公司盈利预测调整

名称	代码	2009E			2010E		
		调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
冠农股份	600251.SH	1.32	0.69	-48.05%	1.87	1.35	-27.57%
四川美丰	000731.SZ	0.62	0.60	-3.42%	0.71	0.60	-15.71%
盐湖钾肥	000792.SZ	4.51	2.99	-33.82%	4.25	3.94	-7.28%
云天化	600096.SH	1.08	0.39	-63.70%	1.56	0.99	-36.77%
蓝星新材	600299.SH	0.28	0.08	-71.85%	0.45	0.32	-29.61%
三爱富	600636.SH	0.09	0.04	-52.19%	0.10	0.10	0.00%
山西三维	000755.SZ	0.16	0.04	-72.77%	0.30	0.21	-29.41%
新安股份	600596.SH	1.95	1.57	-19.51%	2.72	2.26	-16.93%
烟台万华	600309.SH	0.84	0.79	-5.00%	0.91	0.90	-0.81%
云维股份	600725.SH	0.41	0.07	-82.05%	0.62	0.29	-53.85%
平均调整幅度				-45.23%			-21.79%

资料来源：公司数据、万德资讯、中金公司研究部

图表 29：重点公司盈利预测假设调整（产品价格不含税价）

	2009盈利预测假设调整	2010盈利预测假设调整
冠农股份	硫酸钾销售量由100万吨下调至70万吨，销售单价由3100元/吨下调至2850元/吨	硫酸钾销售量由144万吨下调至120万吨，销售单价由3100元/吨下调至2800元/吨
四川美丰	尿素吨毛利由350元下调至300元	尿素吨毛利由350元下调至300元
盐湖钾肥	氯化钾销售由240万吨下调至200万吨，销售单价由3362元/吨下调至2800元/吨	销售单价由3100元/吨下调至2900元/吨
云天化	硝酸铵的销售量由11万吨下调至8万吨，玻璃纤维的销量由32万吨下调至30万吨。尿素毛利率由35%下调至28%，硝酸毛利率由45%下调至40%，聚甲醛毛利率由25%下调至20%，玻璃纤维毛利率由15%下调至12%	玻璃纤维的销量由38万吨下调至35万吨。聚甲醛毛利率由31%下调至25%，玻璃纤维毛利率由20%下调至15%
蓝星新材	有机硅销售量由19万吨下调至16万吨，双酚A销售量由6万吨下调至1.5万吨，环氧树脂销售量由8万吨下调至6.5万吨，PBT树脂销售量由7.8万吨下调至6.2万吨，合成橡胶销售量由5万吨下调至4.5万吨；双酚A销售单价由10200元/吨下调至8717元/吨，环氧树脂销售单价由17000元/吨下调至16500元/吨，苯酚，丙酮单价由7600元/吨下调至5850元/吨；有机硅毛利率由8%下调至5%，双酚A毛利率由-2%下调至-5%。	有机硅销售量由26万吨下调至19万吨，环氧树脂销售量由9.5万吨下调至9万吨；双酚A销售单价由10200元/吨下调至9000元/吨，苯酚，丙酮单价由7600元/吨下调至6600元/吨；PPE毛利率由15%下调至12%，双酚A毛利率由-2%下调至-5%。
三爱富	CFC替代品毛利率由6%下调至5%，含氟聚合物毛利率由4%下调至3%，其他产品毛利率由6%下调至5%	
山西三维	聚乙烯醇销售量由7.5万吨下调至6.5万吨，PTMEG销售量由2万吨下调至1.7万吨，THF销售量由2万吨下调至1.25万吨，PTMEG毛利率由20%下调至10%，THF毛利率由15%下调至10%	聚乙烯醇销售量由8万吨下调至6.5万吨，PTMEG销售量由4万吨下调至2.8万吨；PTMEG毛利率由18%下调至15%
新安股份	草甘膦毛利率由15%下调至10%，有机硅毛利率由42%下调至40%	草甘膦毛利率由18%下调至11%，草甘膦销售单价由22200元/吨下调至21500元/吨
烟台万华	纯MDI价格由14600元/吨下调至14300元/吨；纯MDI毛利率由36%下调至35%，聚合MDI毛利率由27%下调至26%	
云维股份	醋酸销售单价由3675元/吨下调至2735元/吨，甲醇销售单价由2200元/吨下调至1620元/吨；纯碱毛利率由10%下调至8%，醋酸毛利率由10%下调至8%，焦油深加工毛利率由15%下调至12%	醋酸销售单价由3675元/吨下调至3000元/吨，甲醇销售单价由2200元/吨下调至2000元/吨，焦油深加工销售单价由2600元/吨下调至2000元/吨；纯碱毛利率由10%下调至9%

资料来源：公司数据、万德资讯、中金公司研究部

图表 30：上市公司信息更新

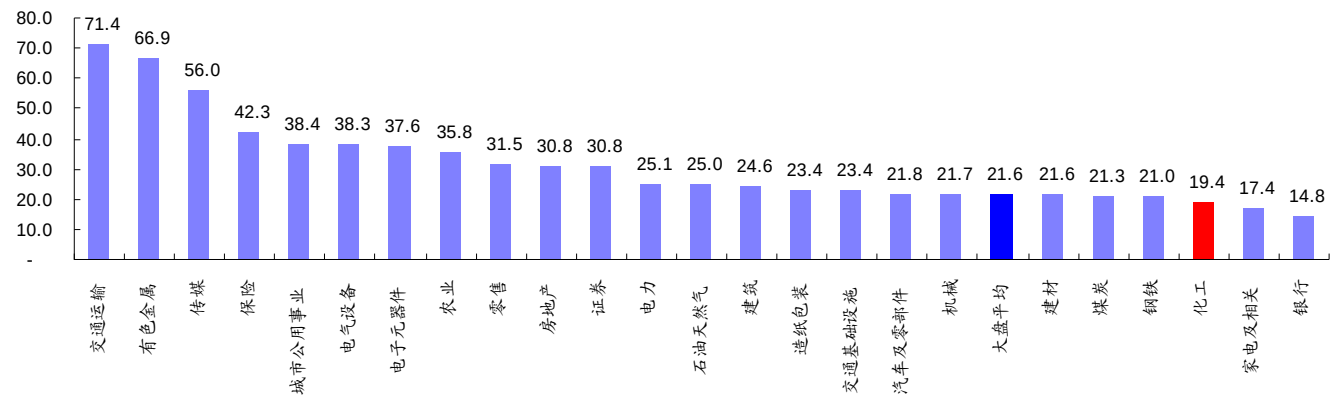
上市公司	公司更新	景气度
盐湖钾肥	钾肥销量很低，目前库存很高，和集团的合并尚未明确，有推迟可能。	国内钾肥价格见底。
冠农股份	罗钾的销量很低，罗钾混盐供应略低于预期，生产成本略高于预期，今明两年业绩难以达到市场预期。	国内钾肥价格见底。
华鲁恒升	收购集团热电资产后成本大幅下降，醋酸业务能够实现微利，正在考虑产业链进一步延伸。	尿素季节性往下，DMF和醋酸处于行业底部。
新安股份	迈图合资的10万吨单体推迟至9月初试车；金属硅价格低迷，二期推迟至年底。	草甘膦价格小幅回升，有机硅底部。
兴发集团	开工率较高，将建设电子级磷酸。	磷矿石稳定，磷化工行业底部，出口关税下调可能提升景气度。
澄星股份	开工正常，宣威黄磷尾气回收等综合利用。	磷化工行业底部。
云天化	尿素目前开工正常，天安合成氨负荷根据磷肥调节，玻纤业务目前处于盈亏边缘，需求改善不明显。	尿素季节性往下，玻纤行业底部。
建峰化工	开工率高，二化项目建设顺利。	尿素季节性往下。
丹化科技	醋酐目前基本打平，乙二醇项目进展顺利。	醋酐低位振荡，乙二醇随油价小幅上行。
沈阳化工	PVC糊树脂开工稳定，DCC满负荷，丙烯酸负荷较低，CPP正在开车。	PVC糊树脂随油价往上，炼油业务稳定，丙烯酸行业底部。
烟台万华	目前开工率将近80%，宁波二期建设基本正常。	MDI低位振荡局面。
蓝星新材	目前有有机硅和苯酚丙酮开工基本正常，基本处于盈亏平衡。下半年环氧树脂PBT和氯丁橡胶新建项目将投产。	除氯丁橡胶外其余基本处于底部。
山西三维	周边焦炉气开工提升，BDO装置已经接近满负荷，实现一定盈利，但PTMEG等下游盈利不佳。8月后7.5万吨顺酐法BDO准备试车，目前价格下，顺酐法基本打平。	BDO景气尚可，PTMEG底部

资料来源：公司资料、中金公司研究部

估值和市场内的基础原材料估值水平接近

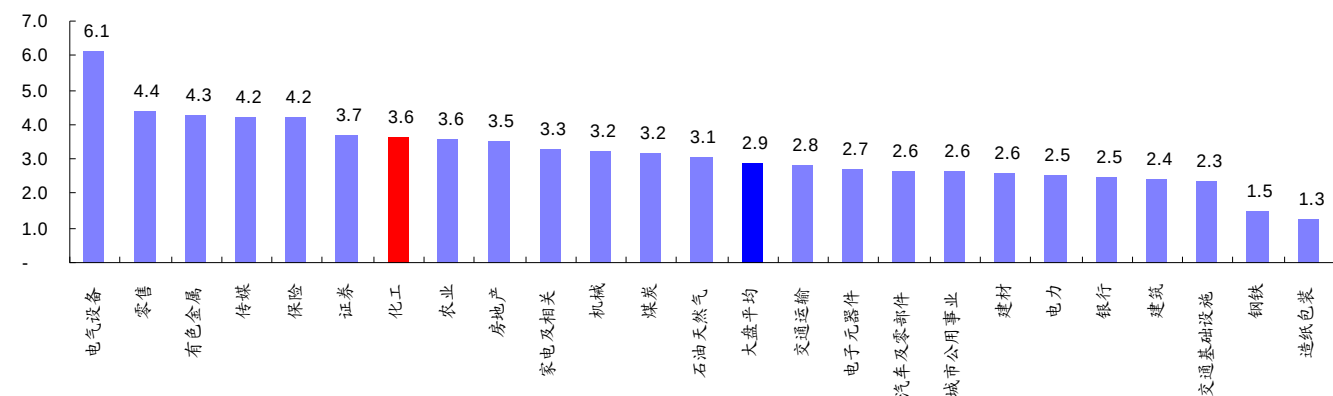
化工企业的估值和市场内的基础原材料估值水平基本持平，行业优势企业 2009 年 PE 在 20×左右，尽管 PB 均值在 3.6 倍左右，但盈利在盈亏边缘企业 PB 在 1.5~2 倍（盐湖钾肥等高权重高 PB 公司影响）。如果未来行业受到出口和房地产回升影响复苏明显，估值将有提升空间。

图表 31：市场估值水平对比 (P/E)



资料来源：公司数据、万德资讯、中金公司研究部

图表 32：市场估值水平对比 (P/B)



资料来源：公司数据、万德资讯、中金公司研究部

趋势性配置油价上涨和通胀受益品种

大部分的化工产品是全球性商品，产品价格不但受到国内需求，也受到国际需求的影响，从历史来看，行业的调整需要 1~2 年时间，行业成本优势企业仍能实现一定的盈利。国内房地产带动的化工需求将滞后于房地产开工 8 个月左右，化工行业的明显复苏可能将在 2010 年上半年。

数量化放松带来的流动性增加将快于经济复苏，长期油价仍是一个上行的趋势，石化产品价格将被油价逐步推动，国内煤头的石化链将能够从中受益。**我们将沈阳化工评级从“中性”上调至“审慎推荐”**，认为行业趋势处于改善中，PVC 糊树脂价格将受油价推动向上，CPP 装置在高油价下具有成本优势，投产后明年的业绩有望明显增长，PB 估值相对较低。

同时油价和通胀预期将继续推升农产品价格，化肥需求有望逐步回升，我们认为国际氮肥和磷肥价格已经见底，磷肥价格开始见底回升，氮肥价格取决于未来的天然气价格走势。国际钾肥价格仍有一定回落空间，预计会回到 400~500 美元/吨的范围，而国内钾肥现货价格已经见底，继续回落空间已经不大，**我们将盐湖钾肥投资评级从“审慎推荐”，上调至“推荐”**。

全球数量化放松可能导致油价和通胀走势超出预期，我们建议趋势性配置油价和通胀受益品种：

- ▶ **油价受益品种：**电石法 PVC 和煤制乙二醇，PVC 企业沈阳化工和英力特等，煤制乙二醇企业丹化科技。
- ▶ **通胀预期受益品种：**国际磷肥价格已经见底，拥有磷矿资源的兴发集团，趋势性配置云天化（磷肥资产注入预期）；国内钾肥市场量价都处于底部，盐湖钾肥相对低估，等待钾肥成交量的回升。

如果经济复苏状况低于预期，我们建议配置具有长期竞争力的行业优势企业作为防御性配置：

- ▶ **成本优势企业：**新安股份草甘膦和有机硅处于行业底部，行业竞争力强，未来增长明确；华鲁恒升成本优势明显，DMF 和醋酸行业底部；兴发集团磷矿和水电资源充分，磷化工处于行业底部；烟台万华，长期行业竞争力强，估值趋于合理。
- ▶ **政策性的行业机会：**（1）磷化工包括黄磷和磷酸出口关税的下调，利好兴发集团和澄星股份；（2）甲醇和己二酸的反倾销下半年可能公布初裁结果，甲醇包括远兴能源和三爱富，己二酸企业天利高新。

主要风险提示：短期中期业绩普遍低于预期（特别是冠农股份）；全球经济复苏状况低于预期；原油价格短期的大幅波动等。

图表 33、行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率			EV/EBITDA		
				2009-6-22	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
国内化肥公司														
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	22.78	20.5	58.3	23.1	3.7	2.8	2.6	10.0	11.7	8.3	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	53.05	29.8	17.8	13.5	14.2	10.0	7.1	13.9	10.8	7.8	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	7.96	19.7	15.6	13.8	2.4	2.2	2.1	5.7	6.4	5.6	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	15.48	20.3	16.7	13.8	3.2	2.7	2.4	10.4	9.8	8.9	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.5	32.3	23.3	21.5	2.0	1.9	1.8	12.4	8.3	7.9	
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	25.58	322.2	37.3	18.9	11.4	8.7	6.0	226.6	274.4	232.2	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	14.17	16.2	18.7	12.3	4.6	4.0	3.2	11.2	9.3	5.8	
中化化肥	297 HK	HKD	中性	4.08	12.8	24.8	12.9	1.8	1.7	1.6	10.7	16.1	10.5	
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	24.82	50.6	25.4	20.0	11.9	8.1	5.8	24.7	14.2	10.5	
平均					58.3	26.4	16.6	6.1	4.7	3.6	36.2	40.1	33.1	
中间值					20.5	23.3	13.8	3.7	2.8	2.6	11.2	10.8	8.3	
国内材料公司														
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	15.78	17.4	19.9	17.5	5.4	4.3	3.4	13.9	17.3	11.5	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	37.72	6.4	24.1	16.7	3.6	3.3	2.9	4.5	14.0	10.3	
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	11.71	n.a.	146.4	36.9	2.1	2.1	2.0	23.0	13.3	9.4	
三爱富	600636 CH	CNY	中性	7.78	n.a.	179.3	75.5	3.7	3.7	3.5	27.0	16.5	13.4	
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	7.89	27.0	33.5	34.3	2.2	2.1	2.0	9.5	9.4	9.4	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	8.15	323.4	190.4	38.4	1.8	1.8	1.8	17.5	16.9	12.7	
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	7.2	49.5	37.1	19.0	1.7	1.7	1.6	13.4	10.9	7.9	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	7.77	43.8	32.7	25.0	3.4	3.1	2.8	9.4	12.8	11.0	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	13.7	14.0	23.5	17.1	3.7	3.3	2.8	9.2	11.1	8.3	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	13.56	29.5	182.7	47.4	2.5	2.5	2.4	9.4	10.4	7.9	
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	18.17	420.6	110.7	28.5	27.0	5.1	4.5	939.5	43.9	12.3	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.133	143.6	48.3	12.4	9.2	2.2	1.9	362.0	21.2	7.9	
平均					107.5	85.7	30.7	5.5	2.9	2.6	119.9	16.5	10.1	
中间值					36.6	42.7	26.7	3.5	2.8	2.6	13.6	13.7	9.9	

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 34、国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率				市净率				EV/EBITDA			
			2009-6-22	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
国际化肥公司																
加拿大化肥公司	POT CN	CAD	105.9	30.26	8.11	6.64	5.94	5.57	4.21	2.68	1.85	16.73	6.04	5.02	4.67	
Potashcorp	AGU CN	CAD	47.53	14.49	4.58	5.35	5.39	2.43	1.55	1.19	0.99	9.33	3.57	4.03	4.15	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	46.45	9.88	5.92	4.87	4.64	3.06	2.09	1.28	1.11	6.10	3.65	3.00	2.85	
Terra Industry	TRA US	USD	26	11.98	4.46	6.94	8.45	3.75	2.32	1.77	n.a.	3.64	2.11	3.91	6.60	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	99.51	9.13	n.a.	n.a.	n.a.	8.98	n.a.	n.a.	n.a.	7.92	n.a.	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	3.5	116.33	6.47	5.83	3.27	37.74	5.42	2.53	1.72	19.11	4.82	3.50	2.44	
Yara	YAR NO	NOK	185.25	8.99	4.07	7.31	6.38	2.57	1.79	1.53	1.29	11.71	4.02	6.74	5.93	
K+S	SDF GR	EUR	41.72	n.m.	6.97	5.90	5.78	7.39	4.32	2.89	2.18	16.60	4.51	4.51	4.51	
Israel Chemicals	ICL IT	ILS	4030	25.01	5.79	6.05	4.51	7.47	4.85	3.82	3.13	4.97	5.72	5.96	4.46	
平均				28.26	5.80	6.11	5.55	8.77	3.32	2.21	1.75	10.68	4.30	4.58	4.45	
中间值				11.98	5.79	6.05	5.78	4.66	2.32	1.77	1.57	8.62	4.02	4.51	4.51	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	39.69	6.80	10.75	10.36	9.28	1.81	1.77	1.61	1.50	7.91	6.96	6.63	6.38	
BASF AG	BAS GR	EUR	28.61	6.88	7.32	10.26	9.91	1.43	1.41	1.41	1.36	3.59	3.77	4.57	4.44	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	16.31	5.38	6.08	7.92	7.07	0.79	0.79	0.78	0.75	4.64	4.83	5.23	5.10	
平均				6.35	8.05	9.51	8.75	1.34	1.32	1.27	1.20	5.38	5.19	5.47	5.31	
中间值				6.80	7.32	10.26	9.28	1.43	1.41	1.41	1.36	4.64	4.83	5.23	5.10	
有机氟公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	3100	11.76	15.51	16.34	14.00	1.65	1.59	1.45	1.31	6.86	7.99	8.01	7.04	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	730	12.30	12.48	14.59	12.72	0.90	0.92	0.88	0.89	4.51	4.76	5.76	5.72	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	59.8	6.32	8.46	9.31	8.15	1.14	1.10	1.03	0.95	3.91	4.71	5.15	4.79	
3M Co.	MMM US	USD	59.37	10.42	11.48	12.70	12.97	3.58	3.46	3.08	2.87	7.14	6.83	7.57	7.86	
平均				10.20	11.98	13.24	11.96	1.82	1.77	1.61	1.50	5.60	6.08	6.62	6.35	
中间值				11.09	11.98	13.64	12.84	1.39	1.34	1.24	1.13	5.68	5.80	6.67	6.38	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	12.1	5.55	6.51	8.58	8.53	1.05	0.97	1.00	0.98	15.40	13.34	13.92	14.03	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4570	10.71	10.25	10.59	9.70	1.37	1.25	1.17	1.08	4.01	4.57	4.32	4.32	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	5.343	4.14	3.98	5.61	4.00	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.51	2.90	3.10	2.86	
Cabot Corp	CBT US	USD	12.39	6.01	9.72	5.56	5.10	0.68	0.58	0.53	n.a.	3.90	4.21	3.38	4.00	
平均				6.60	7.62	7.58	6.83	1.03	0.93	0.90	1.03	6.46	6.26	6.18	6.30	
中间值				5.78	8.11	7.09	6.82	1.05	0.97	1.00	1.03	3.95	4.39	3.85	4.16	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	4.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.33	0.70	6.48	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	311	9.65	9.83	12.90	14.07	0.48	0.47	0.47	0.47	5.53	6.07	6.56	6.85	
Sunoco Inc	SUN US	USD	24.46	3.29	4.23	6.97	5.85	1.14	0.93	0.86	0.79	3.15	3.21	4.50	3.81	
Ciba	CIBN VX	CHF	49.44	14.01	23.22	18.37	16.03	1.00	1.19	1.17	1.14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
平均				8.98	12.43	12.75	11.98	0.74	0.82	2.24	0.80	4.34	4.64	5.53	5.33	
中间值				9.65	9.83	12.90	14.07	0.74	0.81	1.01	0.79	4.34	4.64	5.53	5.33	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 35、国际可比公司行业板块估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	15.3	11.5	18.4	10.5	2.3	2.3	2.0	2.2	7.8	9.0	6.6	6.7
美国大宗化学品	7.7	12.6	19.6	9.4	1.4	1.4	1.2	0.8	4.9	4.9	5.4	4.9
欧洲化工	10.5	9.1	9.5	8.7	1.7	1.8	1.5	1.3	6.6	6.0	6.2	5.7
日本化工	13.9	20.7	16.5	14.0	1.0	1.0	0.9	0.9	4.8	5.6	5.9	5.6
亚太化工	10.6	12.5	14.9	15.1	1.4	1.8	1.7	1.6	15.3	10.9	13.9	15.1
平均	11.8	13.2	15.2	11.4	1.6	1.6	1.4	1.3	7.9	7.0	7.2	7.2
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化化工	8.4	15.3	13.7	13.0	1.1	1.1	1.1	1.0	10.6	7.2	9.7	10.4
工业气体	12.7	15.2	12.5	11.1	1.9	1.9	1.7	1.6	9.5	10.1	8.1	7.3
大宗化学品	13.5	12.8	18.1	10.4	1.6	1.5	1.4	1.1	5.9	5.3	5.9	5.4
特殊化学品	13.4	12.8	16.2	11.1	1.8	2.0	1.7	1.7	7.3	7.5	6.5	6.5
平均	11.8	13.2	15.2	11.4	1.6	1.6	1.4	1.3	7.9	7.0	7.2	7.2
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
大盘公司	11.8	13.8	13.6	12.2	2.3	2.1	1.9	1.8	7.8	7.2	7.5	7.4
中盘公司	10.7	11.3	13.9	9.9	0.9	0.9	0.9	0.8	8.4	6.1	7.4	7.6
小盘公司	15.4	18.5	28.7	14.7	1.3	2.1	1.5	1.2	6.5	9.1	4.8	3.4
平均	11.8	13.2	15.2	11.4	1.6	1.6	1.4	1.3	7.9	7.0	7.2	7.2

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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。