

[2009.06.16]

需求潮起潮落，防守尔后反攻

——2009 下半年基础化工行业投资策略

 魏涛	任静	王培
 0755-23976212	010-59312820	021-38676659
 weitao@gtjas.com	renjing@gtjas.com	wangpei@gtjas.com

- 下半年经济复苏促优质加工制造型公司重回增长路径；油价上涨提升稀缺资源品价值；天然气补涨推动部分化工品价格上升，优质煤化工公司具备投资机会。

本报告导读：

投资要点：

- 今年以来化工产品价格下跌、需求低迷造成收入、利润大幅度下滑。化工进口数据自去年 4 季度触底后已有所改善，而出口数据无论从量还是金额上看仍未好转。销量增加、价格回升、库存因素消除为二季度盈利环比增长打下良好基础，化工各子行业盈利能力均有不同程度恢复。从对部分化工公司的摸底来看，二季度盈利环比将有明显改善，但值得注意的是改善程度并未达到市场的乐观预期。
- 下半年，随着宏观经济的恢复，出口环比将回升，需求有望从补库存后的低迷中逐渐好转。中下游加工制造业具有更强的盈利弹性，优势行业中的优质公司值得关注，如烟台万华、新安股份、华鲁恒升、金发科技、浙江龙盛、红宝丽等。主题投资继续关注油价上涨受益板块，钾肥、磷矿稀缺资源长期价值突出；重点关注国际天然气价格补涨给部分煤化工产品带来的机会，国际甲醇、醋酸等在成本推动下价格有望底部反弹，国内煤头公司受益；以及房地产复苏给氯碱、纯碱行业带来的交易性机会。
- 在投资时点上，建议“防守尔后反攻”，等待中报低预期风险释放后介入，这并非指要等到中报公布后，而是随着二季度临近结束，中报预期会提前在资本市场得到反映。据报道，石化产业振兴规划两大配套文件有望于 7 月中下旬发布，这两个文件的目的是让规划的原则性规定落到实处。配套文件的发布有望为投资者指出具体的投资标的，届时化工板块将注入活力，是投资化工股的好时机。
- 钢铁行业 2000 年来一直处于产能过剩状态，其 PE、PB 也一直位于 A 股市场低端，部分化工子行业近两年产能暴增，将步入产能长期过剩阶段，在诸多方面与钢铁行业类似。虽然化工行业整体不能简单视为钢铁行业翻版，但是如“三酸两碱”等低壁垒且产能分散的子行业的确存在较大的相似性。这些子行业正进入产能长期过剩的阶段，企业可能在长时间内处于微利状态，其估值或可借鉴钢铁行业。
- 公司方面，推荐烟台万华、盐湖钾肥、华鲁恒升、海利得、扬农化工、红宝丽、浙江龙盛。重点关注新安股份、江苏国泰、兴发集团、金发科技、德美化工、中泰化学、英力特；关注三友化工、双环科技的交易性机会。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

有机品	增持
化肥	中性
精细与专用化学品	增持
日用化学品	中性
氯碱	增持
无机品	中性
农用药剂	增持
塑料制品	中性
橡胶制品	中性

重点公司评级

盐湖钾肥	谨慎增持
烟台万华	增持
冠农股份	谨慎增持
新安股份	谨慎增持
云天化	中性
江苏国泰	谨慎增持
兴发集团	谨慎增持
华鲁恒升	增持
金发科技	谨慎增持
扬农化工	谨慎增持
诺普信	谨慎增持
德美化工	谨慎增持
浙江龙盛	增持
海利得	增持

关注公司评级

联化科技	谨慎增持
红宝丽	增持
三友化工	中性
山东海化	中性
宏达新材	中性

相关报告

打破均衡状态的突破点	(09.04.12)
辨析“伪周期”的困惑	(08.12.15)
在周期中寻觅成长	(07.12.23)

1. 回顾与展望	3
1.1. 上半年经历行业低谷.....	3
1.2. 二季度环比好转但总体低于预期概率较大.....	3
1.3. 上半年化工板块表现强于大盘.....	5
2. 下半年投资策略	7
2.1. 钾、磷、煤化工受益油价上涨.....	7
2.2. 国际天然气价格将补涨，推动部分煤化工品价格上升.....	8
2.3. 换个角度看低壁垒大宗化学品.....	9
3. 子行业评述	11
3.1. 化肥	11
3.2. 聚氨酯	13
3.3. 有机硅	13
3.4. 氯碱	14
3.5. 纯碱行业仍待催化.....	16
3.6. 化纤	17
3.7. 农药	19

附表：国际化工公司估值比较

1. 回顾与展望

1.1. 上半年经历行业低谷

2009 年度策略我们提出了“伪周期”的概念，同时指出“2009 年化工行业将面临产能扩张，需求减弱的双重挑战，应重点把握结构性和主题性机会”。从行业今年来的实际演变来看，产品价格下跌、需求低迷造成收入、利润大幅度下滑。化工产业链包含上中下游，以中游为主，原料方面主要是石油、煤炭、天然气这些能源品，始发于石油的价格雪崩使化工品价格下跌幅度呈现较强的一致性。

化工企业收入和成本下滑速度也基本一致，单价下跌和存货因素导致产品吨毛利及行业毛利率创出 1999 年来的新低。化工行业在一季度表现为继续探底的走势，二度环比数据则将会有明显的改观，上半年同比数据并不乐观。化工进口数据自去年 4 季度触底后已有所改善，而出口数据无论从量还是金额上看仍未好转。

图 1：2001-2009 年 2 月化工行业收入、成本和利润

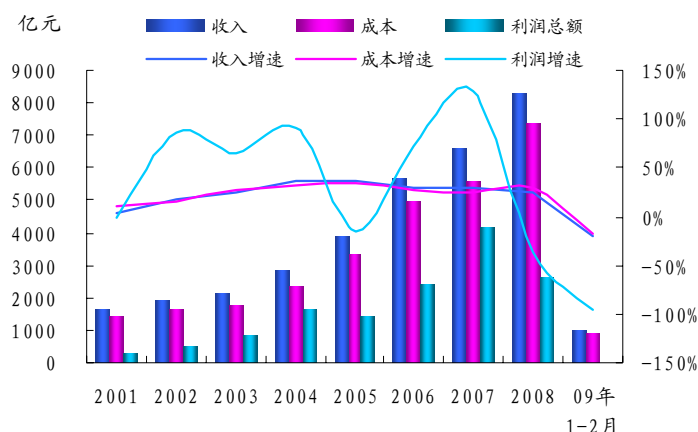


图 2：1999 年来化学原料利润率情况

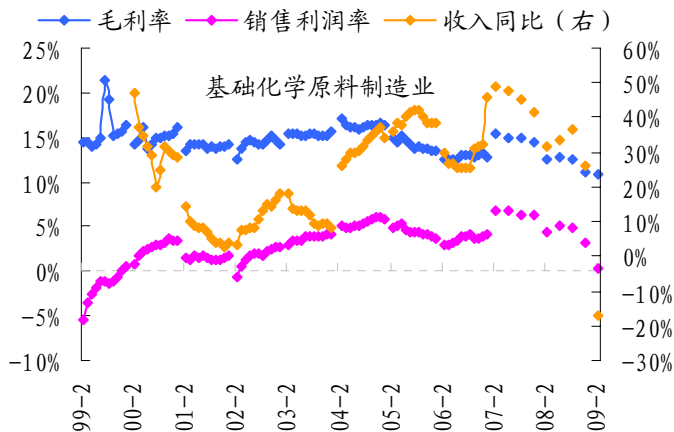


图 3：2006 年以来化工进出口额同比及逆差

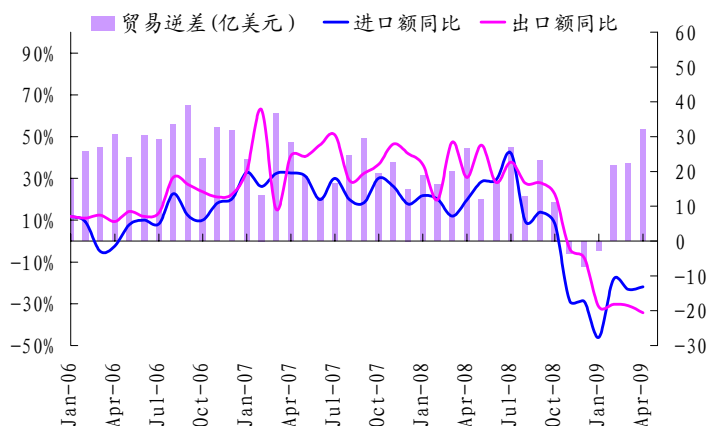
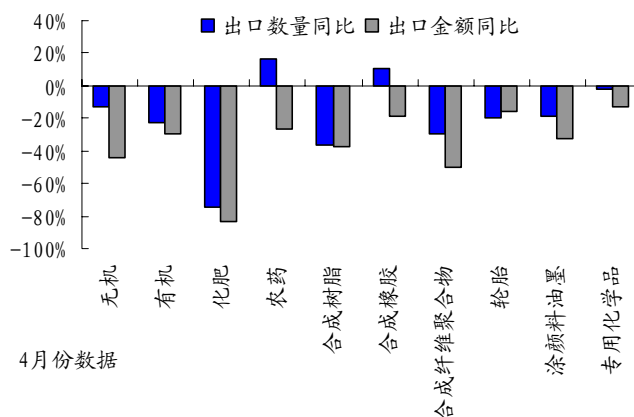


图 4：2009 年 4 月份子行业出口量及金额同比变化



资料来源：中经数据，国泰君安证券

1.2. 二季度环比好转但总体低于预期概率较大

销量增加、价格回升、库存因素消除为二季度盈利环比增长打下良好基础，化工各子行业盈利能力均有不同程度恢复，由于各子行业下游需求复苏情况和供需结构不同，盈利改善程度也表现各异。刚性需求如农药、化肥、印染制品；政府“四万亿”投资相关如民爆、轮胎；家电、汽车相关如聚氨酯、改性塑料等子行业的恢复情况好于氯碱、纯碱等强周期子行业。染料、聚氨酯等子行业毛利率已恢复到相对合理的水平，有机硅、磷化工、氯碱、纯碱等子行业毛利率较去年四季度也有不小提升，但恢复程度相对较差。从对部分化工公司的摸底来看，二季度盈利环比将有明显改善，但值得注意的是改善程度并未达到市场的乐观预期。

受需求不足影响，目前化工产品开工率能够达到85%以上高负荷的少，开工率在6-8成是普遍现象，开工不足将对化工品价格，特别是盈利能力形成较大压力。

表 1：部分主要化工产品状态描述

大宗化工产品在二季度的状态基本可以映射全年的走势，产品价格伴随开工率变化反复波动，下游需求依旧是关键

化工产品	开工率	目前价格（元/吨）	大致毛利率区间	二季度描述
尿素	80%	1600-1700	5-15%	在春耕追肥过后二季度呈现阴跌态势
黄磷	60%	13400	0-10%	丰水期来临后压制黄磷价格，整体上维持低位
醋酸	80%	2950	5%-15%	醋酸触底反弹后又回落并趋于平稳
MDI	60%	19000（纯） 15500（聚）	25%-35%	受成本推动和家电、汽车下乡拉动，MDI价格触底大幅回升
草甘膦	60%	21000	-5%-5%	草甘膦经历短暂的价格回升后又重新陷入低迷
纯碱	80%	1020	0-20%	行业基本处于微利状态，公司依靠内部挖潜降低成本
PVC	70%	6350	0-10%	下游启动滞后，后期由于油价上涨推高乙烯法成本
甲醇	40%	1900	-5%-10%	明显受到中东天气然法甲醇冲击，煤头甲醇未来受益于油价上涨
染料	80%	-	15%-25%	下游纺织等行业开工率有所恢复，受益于出口回暖
硝铵	90%	2100	10%-20%	民爆需求有所低于预期，硝铵价格小幅上涨
轮胎橡胶	90%	14800（天然胶）	15%-30%	橡胶价格处于低位，受汽车行业旺销影响轮胎公司业绩明显好转，需观察持续性
有机硅	70%	20000	20%-30%	价格维持在相对低位

资料来源：中经数据，国泰君安证券

化工下游与“四万亿”相关的铁路、道路运输业投资保持高速增长；房地产、纺织投资增速经历了年初的低谷后呈现上升趋势，但仍低于前几年的水平，特别是房地产行业投资增速显著低于前几年。这些行业尤其是房地产、纺织行业后期的投资情况将对化工品需求产生重要影响。我们认为虽然去年第4季度和今年1季度多数化工公司业绩已经触底，不过接下来化工行业整体将经历一段时间的恢复调整。

图 5: 化工行业固定资产投资增速

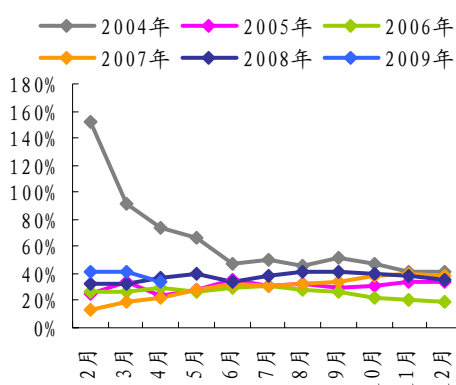


图 6: 房地产投资增速

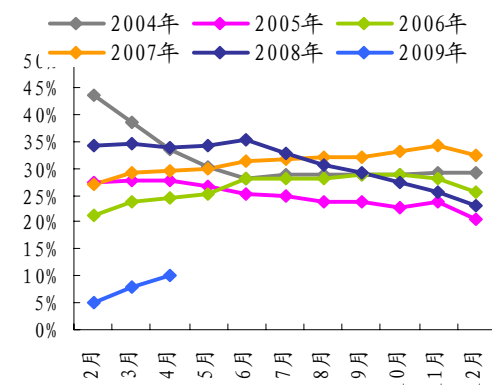


图 7: 纺织业投资增速

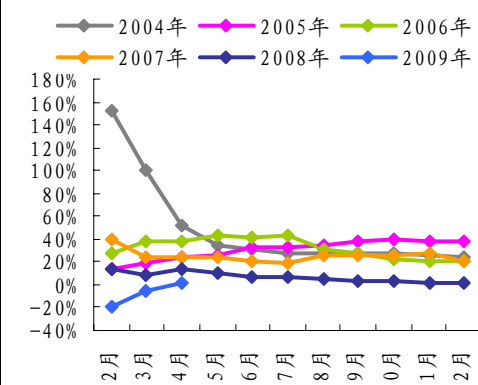


图 8: 铁路运输投资增速

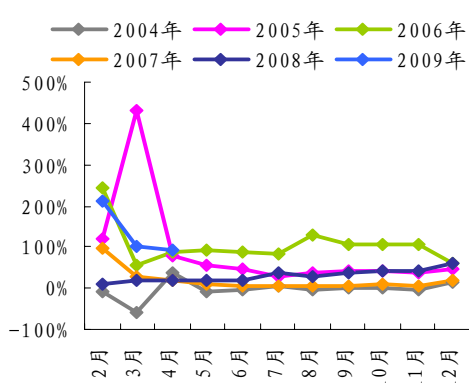


图 9: 采矿业固定资产投资增速

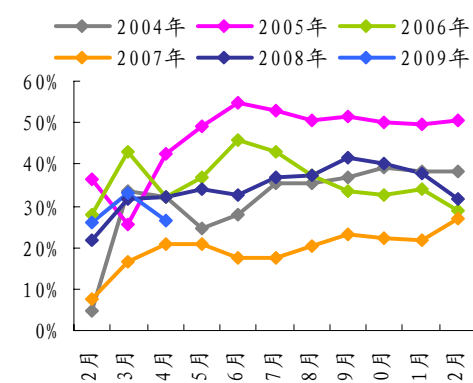
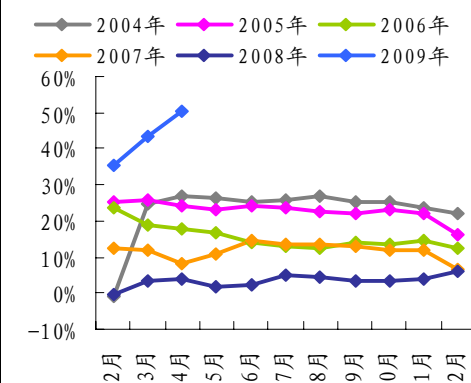


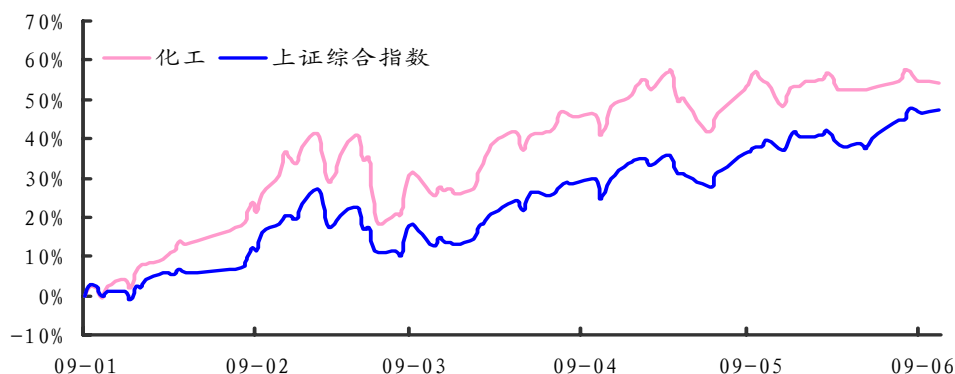
图 10: 道路运输业固定资产投资增速



资料来源: 中经数据, 国泰君安证券

1.3. 上半年化工板块表现强于大盘

图 11: 化工指数相对大盘指数走势

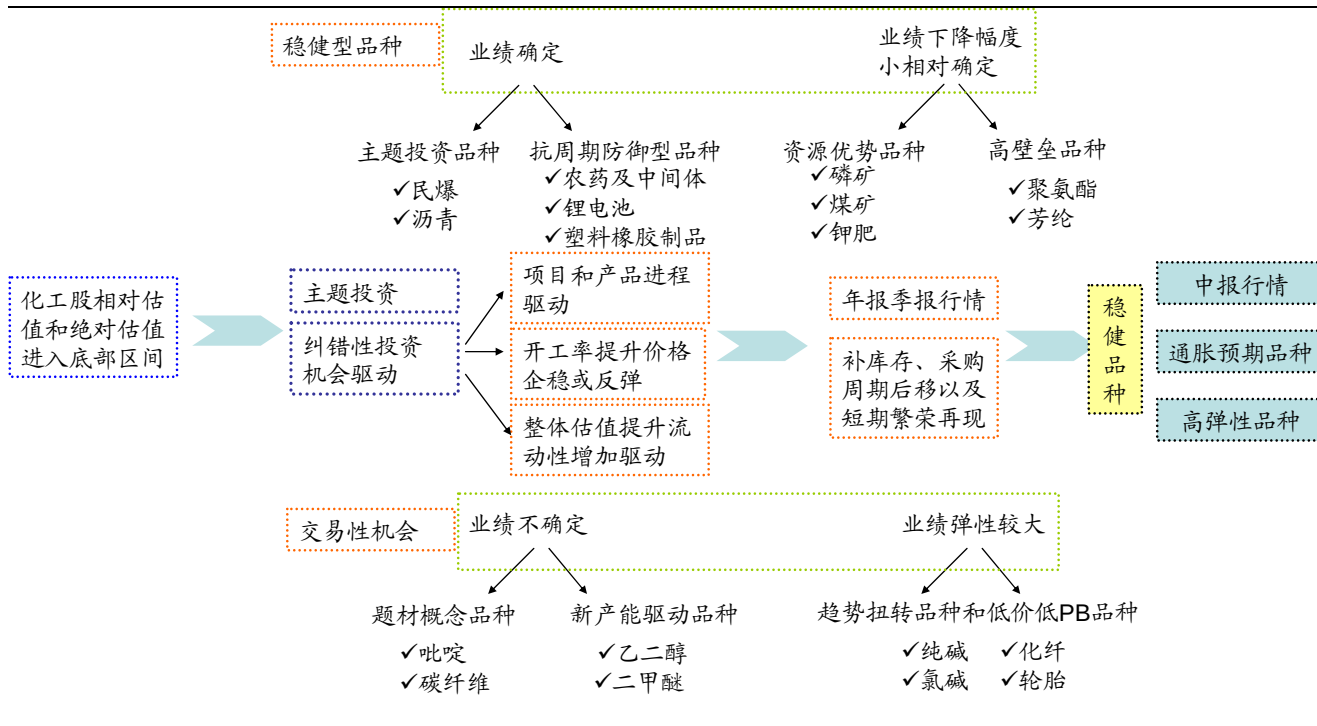


资料来源: WIND 资讯、国泰君安证券

回顾上半年, 2008 年四季度下游浓重的观望气氛造成化工品库存变化以及采购周期后移, 这种情绪叠加了季节性因素, 促使部分化工品价格在超跌后回升, 从而促使化工指数走势强于大盘。总结而言, 在预期不明的环境里, 市场更倾向于政策性机会、稀缺资源、锂电原料、化肥、农药等稳健型品种; 在宏观经济渐渐明朗, 底部得到确认后, 一些供求面和竞争次序相对好的子行业如染料、聚氨酯等开始表现;

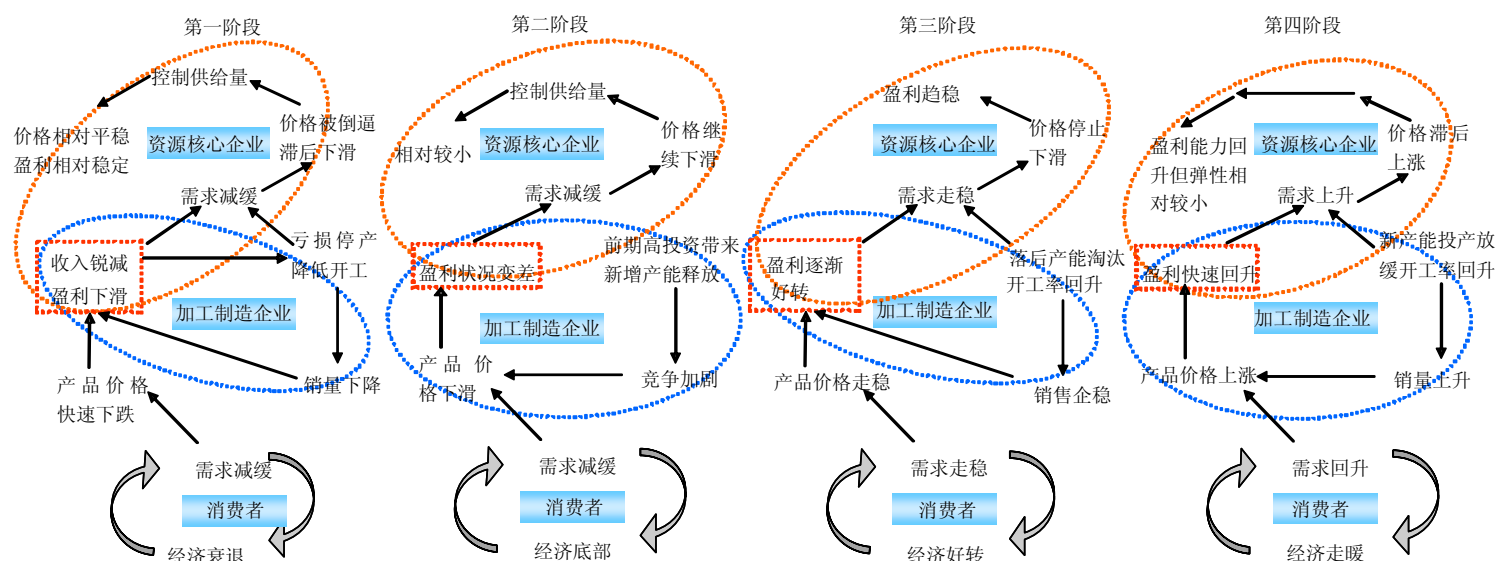
随后行业热点转换至竞争秩序相对差，但阶段性盈利好的子行业如轮胎；近期由于国际油价持续上涨，我国甲醇汽油标准出台带动石油石化、煤化工如甲醇相关公司表现抢眼。经过上半年行业内估值轮动，化工股整体股价和估值均有大幅回升，目前来看，业绩不确定大的交易性机会难以受到持续追捧，化工行业不具备整体性机会，短期休整在所难免。

化工股阶段性驱动力分析



经济复苏过程中制造业上下游企业情景分析

上游资源型行业可以通过控制供给量来稳定业绩波动，在复苏阶段中游加工型制造企业具有更强的业绩弹性。由于化工行业产业链复杂，很难一概而论，各个子行业所处的阶段也大为不同，一切还需从供需着手。



资料来源：国泰君安证券

2. 下半年投资策略

下半年，随着宏观经济的恢复，中下游加工制造业具有更强的弹性，盈利快速回升值得期待，优势行业中的优质公司值得关注，如烟台万华、新安股份、华鲁恒升、金发科技、浙江龙盛、红宝丽等。主题投资继续关注油价上涨受益板块，并重点关注国际天然气价格补涨给部分煤化工产品带来的机会；房地产复苏给氯碱、纯碱行业带来的交易性机会。

在投资时点上，建议“防守尔后反击”，等待中报低预期风险释放后介入，这并非指要等到中报公布后，而是随着二季度临近结束，中报预期会提前在资本市场得到反映。据报道，石化产业振兴规划两大配套文件有望于7月中下旬发布，这两个文件的目的是让规划的原则性规定落到实处。配套文件的发布有望为投资者指出具体的投资标的，届时化工板块将注入活力，是投资化工股的好时机。

2.1. 钾、磷、煤化工受益油价上涨

一季度下游补库存成为需求强心针，造成阶段性开工提升、价格上涨，随后需求再次回落，部分化工品价格也再次陷入低迷。出口下降、开工率不高也反映下游需求的低迷，在这样的环境下，化工品价格上涨只能依赖成本的推动。然而成本推动的价格上涨并不一定提升企业盈利，需求不足导致的成本无法传导反而会损失盈利。

“只要价格涨，不要成本升”是我们寻找的目标。今年2月以来，国际油价进入上升通道，从40美元/桶涨至目前的70美元/桶，这给煤化工带来机会。在目前的油价下，电石法PVC成本高于乙烯法PVC成本的时势已扭转，为电石法PVC带来转机，我们的石油石化研究员认为下半年PVC价格仍有一定上涨空间，谨慎看好氯碱行业，建议关注西北地区拥有煤炭成本优势的电石法PVC企业，如中泰化学、英力特、新疆天业。从间接传导的角度看，油价上涨通过生物能源的路径传导至农产品价格，进而增加农业种植面积，带动化肥、农药需求增长。因此，钾肥、磷化工等资源类品种是关注的重点。

表 2：油价上涨催生的投资机会分析

原料	行业	油价上涨逻辑	典型受益公司	风险提示
煤炭	尿素	国外主要以石油和天然气为原料，国内主要以煤为原料。国内生产成本波动幅度相对较小，煤炭及拥有稳定气价的龙头企业有相对成本优势	华鲁恒升	尿素供大于求和高关税导致产能不能消化影响价格
	甲醇		远兴能源	甲醇新建产能严重过剩；天然气价格可能上调；公司管理不佳风险
	DMF、醋酸		华鲁恒升	产品同质化强，销量低于预期
	电石法 PVC		英力特、中泰化学、新疆天业	产品同质化强，销量低于预期
天然气	尿素、硝铵	国内外天然气不接轨导致价差，国内成本优势明显	云天化、兴化股份	产品供大于求和高关税导致产能难以消化影响价格；天然气提价
	甘氨酸		渝三峡	草甘膦需求低于预期传导给甘氨酸
磷钾矿	钾肥、磷肥	磷肥、钾肥与油价相关性	盐湖钾肥、冠农股	尿素供大于求和高关税导致产能不能

强。另外，国内外磷矿价	份、云天化、湖北宜	消化影响价格
格导致磷化工成本差异	化	
磷化工	兴发集团	产品同质化强，销量低于预期

资料来源：国泰君安证券

2.2. 国际天然气价格将补涨，推动部分煤化工品价格上升

今年 2 月以来国际天然气价格并未随石油价格同步上涨，目前的天然气价格仍与 2 月份处于同一水平，是 2003 年以来的最低点。历史数据显示，虽然国际天然气价格与油价在走势上会出现阶段性背离，但长期仍呈现一致性。根据普遍预测，下半年国际油价将进一步上涨，预计天然气价格将会跟上油价上涨的步伐，国际上部分以天然气为主要原料的化工品如甲醇、醋酸、尿素当前由于供过于求，价格低迷，企业处于低盈利状态，天然气价格上涨将直接提升其成本并推动产品价格上涨。与国外不同，国内甲醇、醋酸主要以煤炭为原料，由于煤炭价格弹性更低，国内此类煤化工企业将受益于国际天然气价格的补涨。综合考虑技术、成本、估值、管理水平、财务等因素，“华鲁恒升”是最佳选择，可在 6-7 月份尿素价格下跌后进行配置。

图 12：2002 年以来国际石油和天然气价格

图 13：2003 年来国际天然气和国内甲醇价格

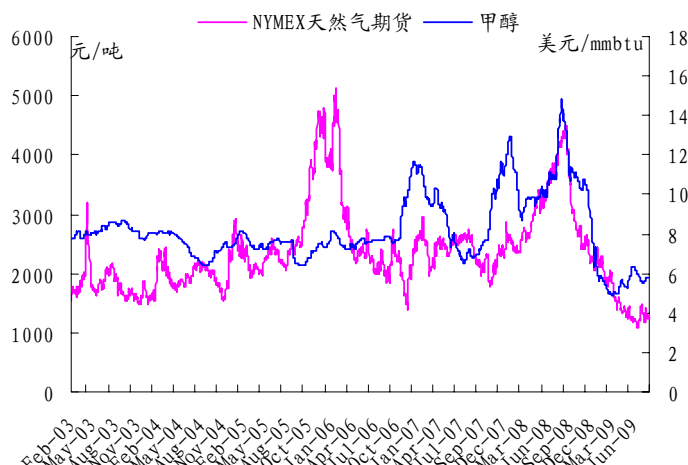
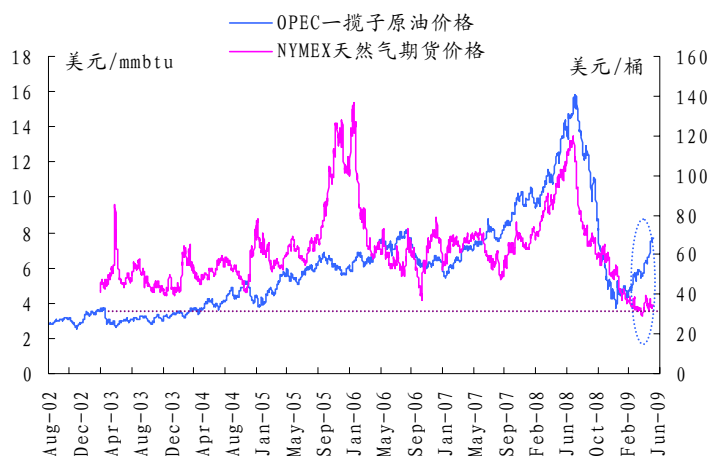
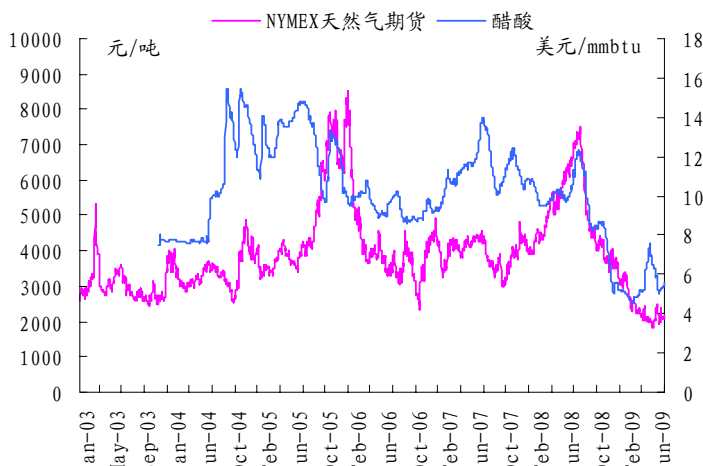
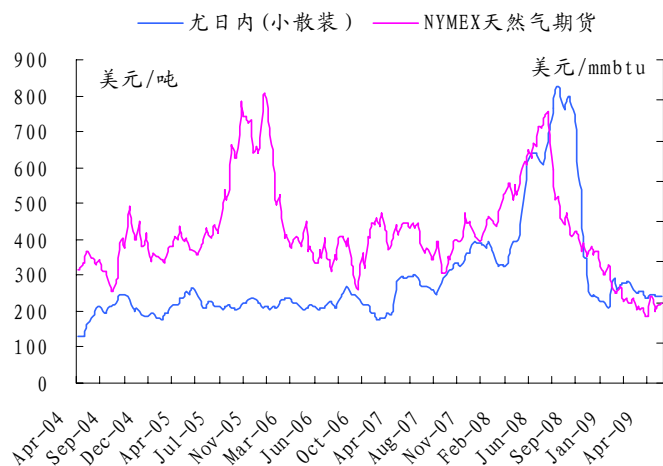


图 14：2004 年来国际天然气和国际尿素价格

图 15：2003 年来国际天然气和国内醋酸价格



资料来源：化工在线、国泰君安证券

2.3. 换个角度看低壁垒大宗化学品

化工大宗原材料——未来是否会成为钢铁行业翻版？

如何理解目前的化工产品产能过剩，如何判断行业的估值水平是目前困惑市场的主导因素，作为制造业的典型，我们认为钢铁行业的经历可在一定程度上可以作为部分产能过剩、低壁垒化工品走势的参考，两者的相似特征如下：

- 1、常年产能过剩，市场完全竞争；
- 2、基础原材料受制于进口；
- 3、属资金密集型行业；
- 4、部分产量需通过出口消化；
- 5、未来产业发展在于淘汰落后产能和产品结构升级；

金融危机以来，钢铁行业毛利率区间整体趋势向下；化工行业由于产品种类多且上下游关联性较强，毛利率水平变化不算很大，波动性小于钢铁，但波动的绝对值和钢铁行业接近。

图 16：1999 年来钢铁行业毛利率和销售利润率

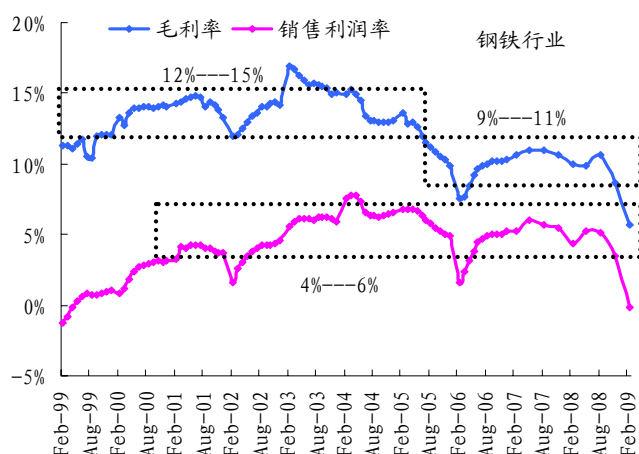
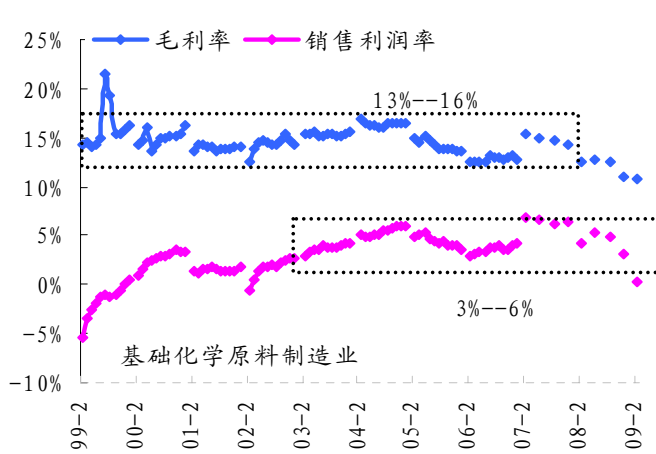


图 17：1999 年来化工行业毛利率和销售利润率



资料来源：国泰君安证券

表 3：化工子产品状态描述

(万吨)	2008 年产能	2008 产量	产能/产量	2008 净进口	2008 表观消费量	产能/销量
粗钢	66000	50049	1.32	-4611	45438	1.45
纯苯	472 (2007) 925 (2010)	403	1.71 (2007)	26	429	1.10 (2007)
甲苯	363	180	2.02	27	207	1.75
DMF	85	50	1.70	-8	42	2.02
PVC	1581	881	1.79	48	929	1.70
尿素 (折 N)	2900	2591	1.12	-200	2391	1.21
苯胺	138	63	2.19	2	65	2.12
草甘膦	60	30-40	1.71	出口		
磷酸二铵	1200	650	1.85	-72	578	2.08
硝铵	550	450	1.22	-0.5	449.5	1.22

醋酸	360 (2007)	171	2.01 (2007)	28	199	1.81 (2007)
甲醇	2800	1126	2.49	106	1232	2.27
纯碱	2400	1865	1.29	-212	1653	1.45

注：产能数据来源复杂仅供参考，1 吨粗钢折 0.95 吨钢材

资料来源：化工周刊、网络、石化协会、国泰君安证券

我国化工产业经历半个多世纪的发展，经历从无到有，从小到大，从大宗化到精细化，从简单复制到自主开发的转变。现阶段，多数子行业面临产能严重过剩或即将严重过剩的尴尬，加剧行业周期性波动。由于不少子行业都是在近两年表现出爆发性产能增长，此时已不能仅仅从历史的角度判断企业的未来发展以及合理的估值水平，在此引入钢铁行业进行类比也可以拓宽我们的视野。

图 18：化工行业 PE 相对 A 股比值

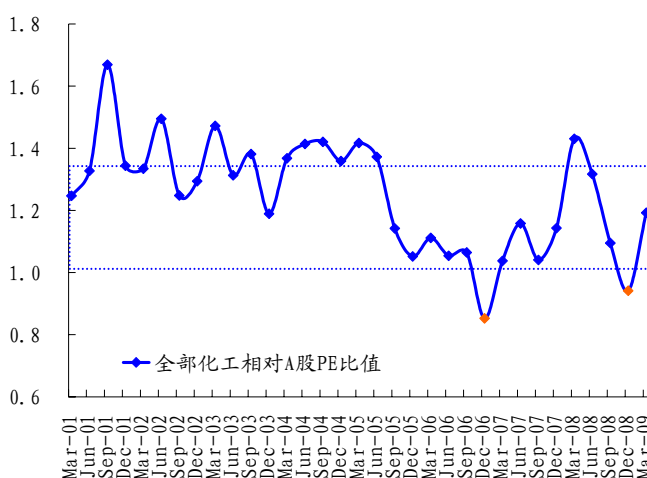


图 19：普钢 PE 相对 A 股折价很高

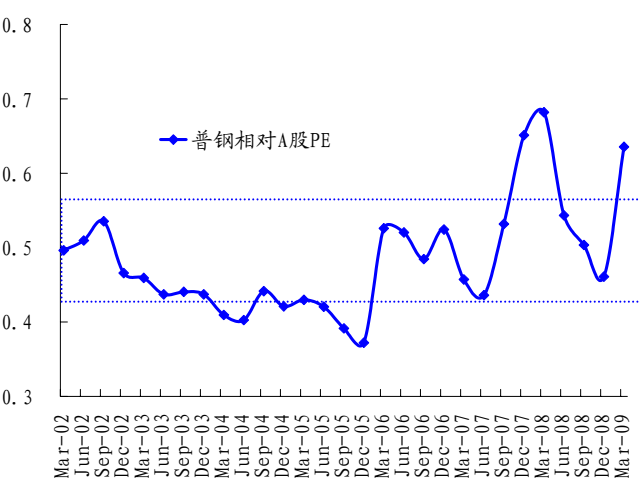


图 20：化工行业 PB 相对 A 股比值

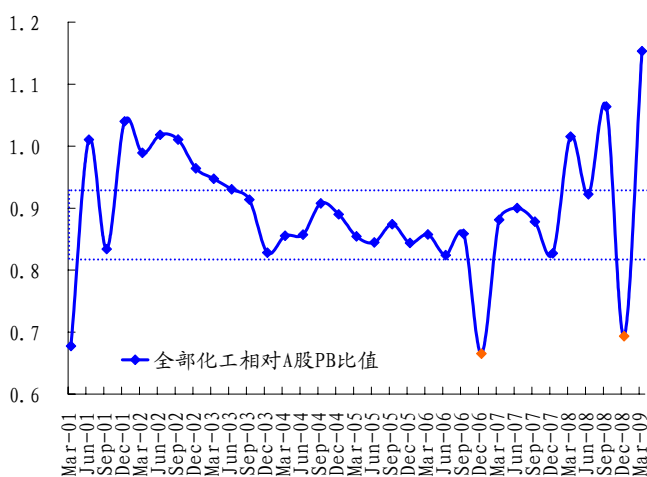
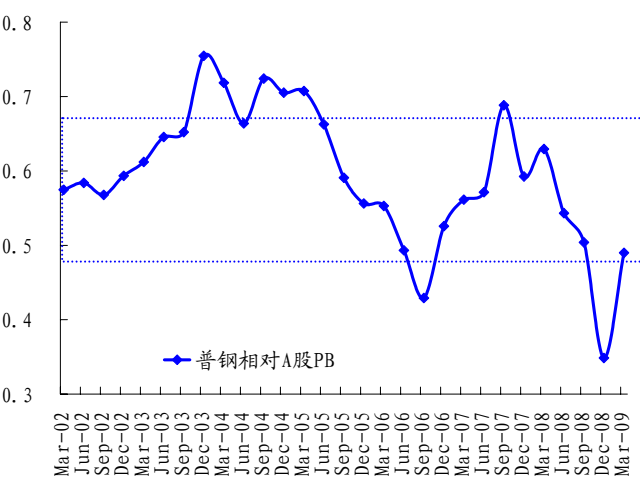


图 21：普钢 PB 相对 A 股比值



资料来源：国泰君安证券

钢铁行业 2000 年以来一直处于产能过剩状态，其完全竞争状态也导致行业 ROE 低下，导致钢铁行业最大的特征就是 PB 水平在 A 股中处于底部，PE 相对 A 股的比值也很低。数据表明，化工行业相对 A 股 PE 估值绝大多数时间处于溢价状态，不过平均溢价率也在下滑，目前行业 PE 相对 A 股的比值恢复到近 3 年平均水平。过去几年化工行业

PB 相对 A 股比值平均在 0.8-0.9，而年初以来的一轮上涨已导致 PB 比值显著脱离历史平均水平，整体回调在即。

化工行业和钢铁行业还有诸多的不同之处，且化工子行业众多，差异性很大，因而不能简单一概而论。但从钢铁行业多年来的认识出发，不难得出一些结论：1、产能过剩不代表没有投资机会，行业波动性同样显著；2、虽然大部分时间 PB 出于折价状态，不过 5 年来行业和沪深 300 指数涨跌幅基本一致；3、行业事件性因素驱动和产品价格波动性同样重要。

虽然化工行业整体不能简单视为钢铁行业翻版，但是如三酸两碱等低壁垒且产能分散的子行业的确存在相似性。这些行业正进入产能长期过剩的阶段，企业可能在长时间内处于微利状态，其估值或可借鉴钢铁行业。

差异化公司值得长期关注

为有别于大宗品，我们对差异化化工公司进行总结，并提请大家长期关注。该类公司或有进入壁垒、或为进口替代，周期性相对较弱，多数不存在产能严重过剩的情况，其估值水平应当有别于普通化工公司。

表 4：差异化化工公司值得长期关注

选择标准	公司筛选
进出口替代	烟台万华、扬农化工、利尔化学、红宝丽、联化科技
技术壁垒突破	烟台氨纶、丹化科技、红太阳
成本优势突出	华鲁恒升、新安股份、云天化、英力特
进入限制和壁垒	盐湖钾肥、冠农股份、诺普信、兴化股份、久联发展
市场空间突出	江苏国泰、碳纤维相关公司

资料来源：国泰君安证券

3. 子行业评述

3.1. 化肥

图 22：国际钾肥价格

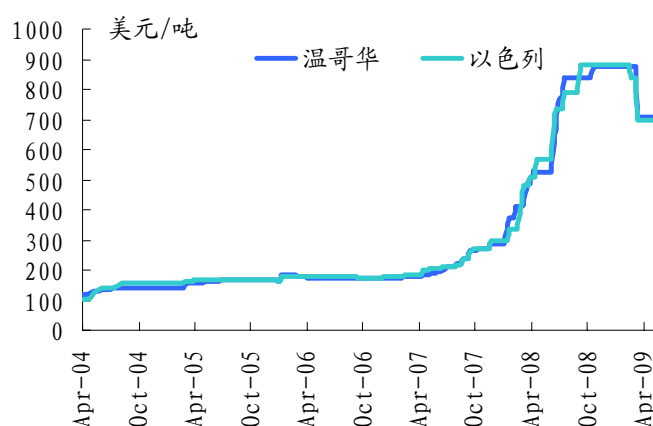


图 23：钾肥海运费价格



图 24：国内尿素价格

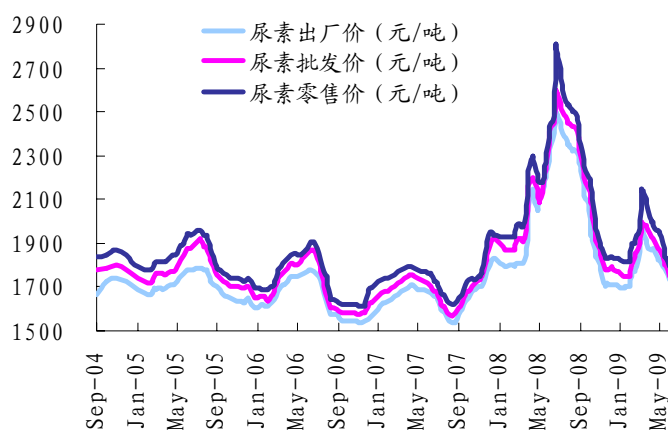
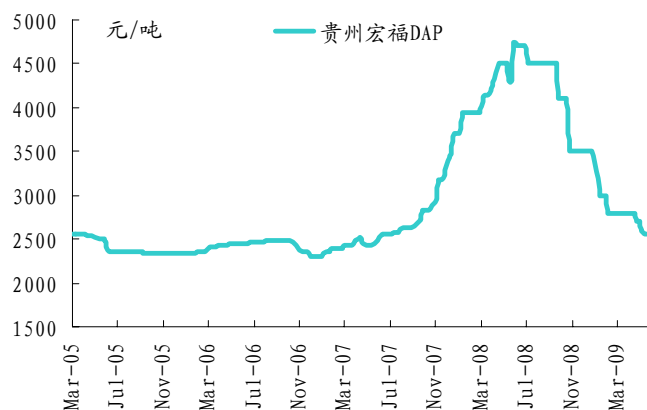


图 25：国内 64%DAP 价格



资料来源：中国资讯网，国泰君安证券

投资建议：短期回避氮肥类公司，四季度可配置等待明年一季度春耕行情；拥有磷矿资源的磷肥公司长期看好，短期并不具备投资吸引力；钾肥公司估值折价，已有安全边际，可继续持有，50 元以下可配置盐湖钾肥。

1-2 月份，我国生产氮肥（折 N100%）1570 万吨，同比增长 9.7%；生产磷肥（折 P205）460.5 万吨，同比增长 9.6%；生产钾肥（折 K20）72.3 万吨，同比增长 9.3%。国内尿素销售陷入低迷，虽然 7 月份可享受 10%的淡季出口关税，但由于国际市场尿素价格仅为 234—262 美元/吨，因此短期出口量不会明显放大。若出口关税不调整，从过去几年的情况看，6-7 月份国内氮肥价格会有一轮暴跌。

磷肥供过于求，二季度以来磷肥价格走低，DAP 已下滑至 2400-2600 元/吨，MAP 下滑至 1500-1700 元/吨。国际磷肥价格底部企稳，DAP 在 270-310 美元/吨，MAP 在 230-280 美元/吨。6 月磷肥享受淡季出口关税，但出口无法有效放大，国内市场压力仍然很大，需等待国际市场磷肥价格回升。

国际钾肥价格仍维持 700 美元/吨以上，国内价格近期企稳小幅回升，盐湖钾肥维持 3250 元/吨售价。国际油价上涨带动大豆、棕榈油价格回升，种植收益得到一定恢复，巴西、东南亚钾肥需求提升。印度国内氯化钾库存低于 50 万吨，大合同谈判应在 6-7 月份进行，谈判结果将对我国谈判产生较大影响，值得关注。盐湖钾肥 5 月降价后销售情况并未明显好转，公司反映降价后经经销商电话询问明显增加，但仍在观望，主要原因还是对后期价格预期不明朗所致。我们认为 2010 年盐湖钾肥不会出现销量低同时价格继续大幅下滑的局面，理由在于：1、若中国不进口钾肥，则国内钾肥价格存在脱离国际价格的基础，但这种情况下必定使盐湖钾肥维持高产销率以满足国内需求，而销售旺盛，供不应求会带来钾肥价格上涨；2、若中国进口钾肥，则国内价格必定参考进口价格，不会大幅下跌。因此 2010 年盐湖钾肥在销量和价格上至少将占一头，无需过分悲观。

3.2. 聚氨酯

投资建议：出口复苏受益板块 + 建筑节能受益板块，建议配置长期发展看好的烟台万华、红宝丽。

图 26：国内 MDI 价格

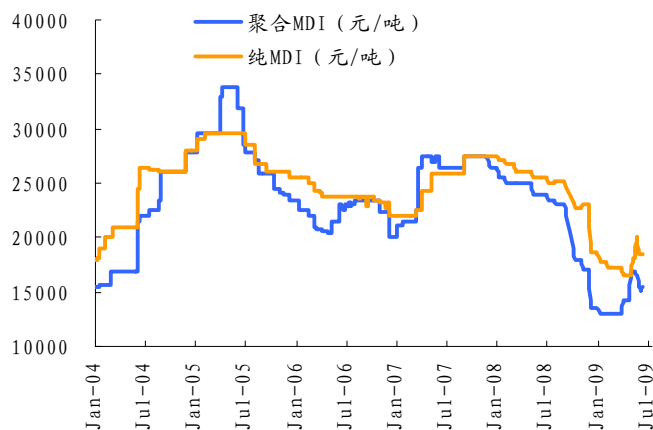
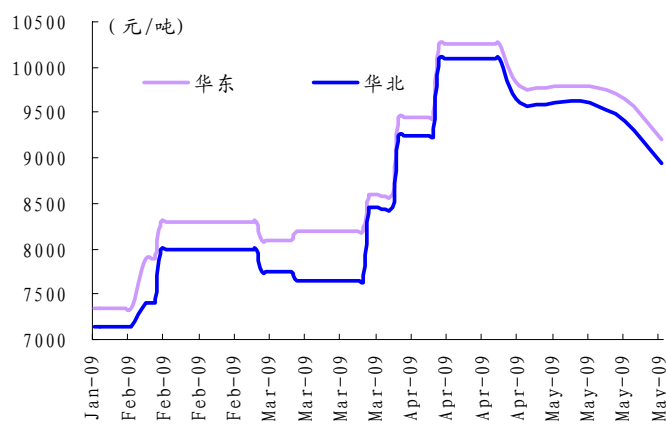


图 27：国内硬泡聚醚价格



资料来源：百川资讯，国泰君安证券

聚氨酯应用领域主要为保温材料、家电、纺织、鞋、箱包等行业，其中大部分为出口依赖型行业，国泰君安策略小组认为下半年出口将环比回升，有利于提升聚氨酯产品的消费。国内 MDI 竞争格局已然改变，但仍属于寡头垄断，市场竞争相对有序，产品毛利率仍较高。硬泡组合聚醚主要用于冰箱、冰柜、冷链物流等领域，受益于家电下乡，需求平稳，产品盈利能力得到保持，后期将受益于出口复苏。另外，国家加大建筑节能推广力度将有利于 MDI 和硬泡组合聚醚的需求增长。

3.3. 有机硅

投资建议：电子产业上半年已得到一定恢复，下半年房地产市场新房开工率上升将拉动有机硅需求回升，产品价格也有望底部反弹，建议配置技术优势突出，在建项目丰富的新安股份。

图 28：我国甲基环氧硅烷价格

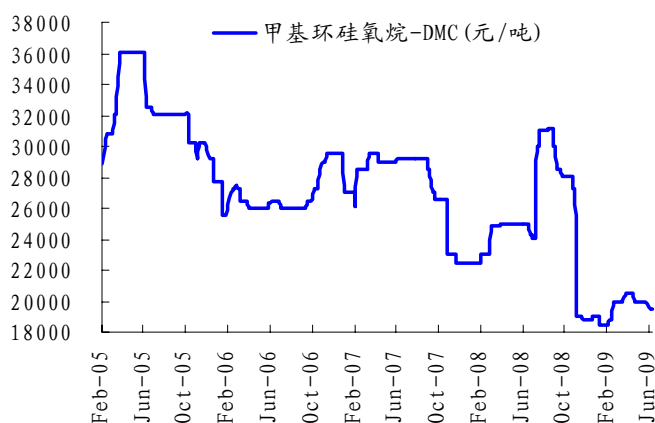


图 29：我国有机硅下游应用分布

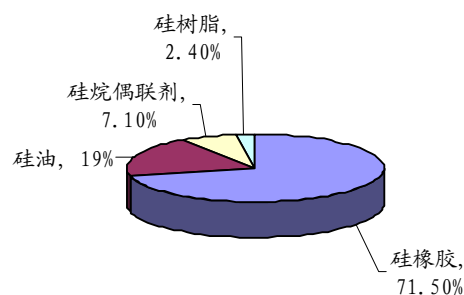


图 30：我国高温硅橡胶应用分布

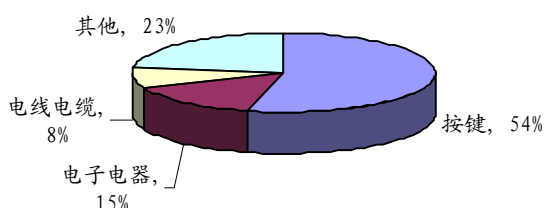
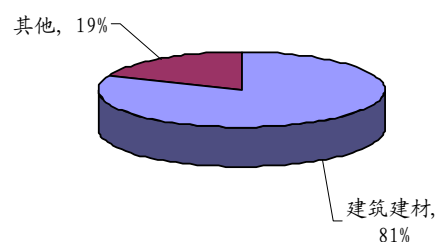


图 31：我国室温硅橡胶应用分布



资料来源：化工在线，国泰君安证券

3.4. 氯碱

投资建议：石油价格上涨必然会推动乙烯法 PVC 价格上升，我们的石油石化研究员对下半年氯碱行业谨慎乐观。从投资标的来看，西北企业依靠其得天独厚的优势在行业中始终处于优势地位，中泰化学、新疆天业和英力特依然是氯碱行业首选投资标的。

据统计，2008 年我国烧碱产能达到 2472 万吨，产量为 1852 万吨，PVC 产能达到 1581 万吨，产量为 881 万吨。从数据看，氯碱行业产能严重过剩。PVC 在各领域的应用比例也在不断变化，软制品消费比例逐年下降，而异型材、管材、板材等主要用作建筑材料的硬质品消费比例不断提高，达到 48%（美国硬质品占比为 69.2%）。

由于 PVC 管材、异型材等制品下游主要是房地产方面的需求（管道、门窗框等）占主导，因此在房地产行业新房开工有实质性转变后，氯碱行业将迎来一定的转机。

图 32：2008 年来国内 PVC 价格

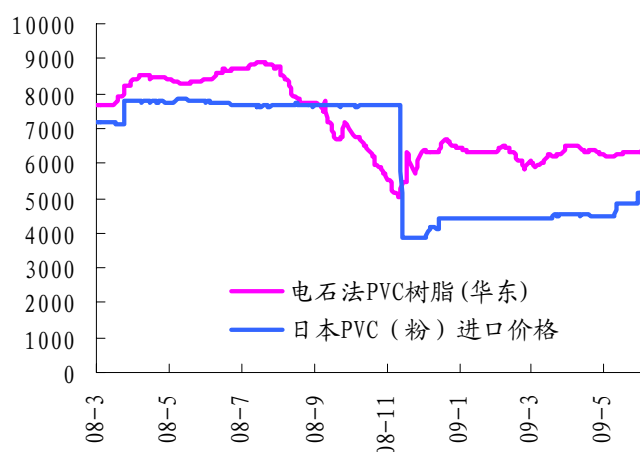


图 33：2008 年我国 PVC 消费构成

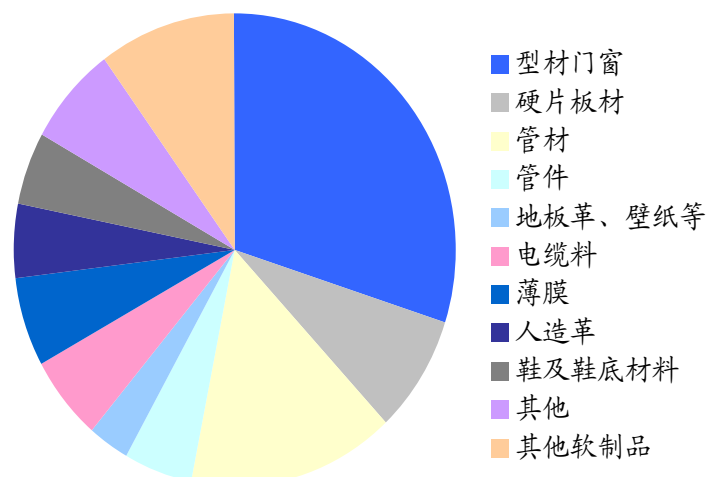


图 34：一季度氯碱公司毛利率

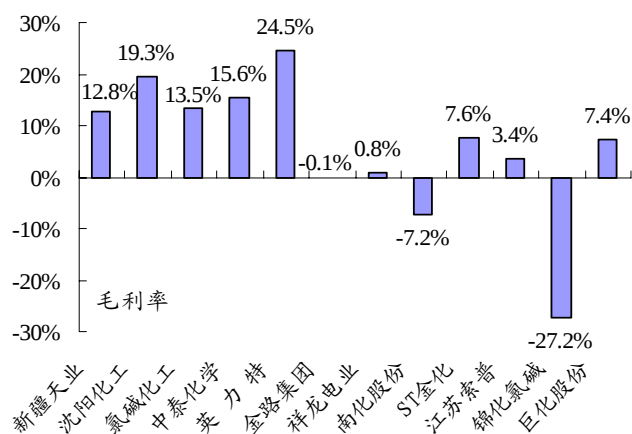
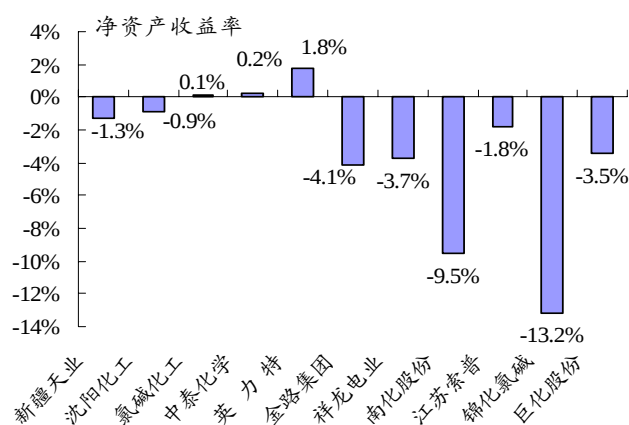


图 35：一季度氯碱公司净资产收益率



资料来源：化工在线、WIND 资讯、国泰君安证券

随着对高耗能企业优惠电价的取消，电、煤等成本的上升必然导致多数 PVC 企业雪上加霜，从投资标的来看，西北企业依靠其得天独厚的优势在行业中始终处于优势地位，由于其产品成本相对稳定，业绩弹性最大。在石油价格上涨必然会推动乙烯法 PVC 价格的提升，虽然其持久性有待考验，但是相对来看，中泰化学、新疆天业和英力特依然是氯碱行业首选投资标的。

表 5：上市氯碱公司氯碱产品产能产量汇总

氯碱收入占比		2008 年情况	2009 年计划
新疆天业	78%	2008 年生产 PVC26.40 万吨，生产离子膜烧碱 19.6 万吨	2009 年目标生产 PVC30 万吨，烧碱 22 万吨，电石 30 万吨
沈阳化工	26%	2008 年生产烧碱 17 万吨，糊树枝 11.30 万吨	2009 年目标生产烧碱 18.5 万吨，糊树枝 12.6 万吨
氯碱化工	大于 95%	2008 年 PVC 产量 37 万吨，烧碱产量 70 万吨	2009 年目标 PVC 产量 43 万吨，烧碱产量 75 万吨
中泰化学	大于 95%	2008 年产能 46 万吨 PVC，35 万吨烧碱，产量为 PVC40 万吨，烧碱 32 万吨	2009 年华泰二期 36 万吨 PVC 和 30 万吨烧碱建成，电石项目包括矿冶 20 万吨，盐化 50 万吨等；2009 年目标生产 PVC42 万吨，烧碱 35 万吨
英力特	80%	2008 年 PVC 销量 22 万吨，烧碱销量 16.6 万吨	2×3 万千瓦电石炉计划 2009 年 5 月份投入试生产
金路集团	88%	2008 年 PVC 产量 22.95 万吨；公司 PVC 年产能 30 万吨烧碱产能 27 万吨	2009 年计划完成 PVC 树脂产量 26 万吨
祥龙电业	约 88%左右	PVC 年产能 8 万吨，烧碱 10 万吨，2008 年开工率在 70%-80%	2009 年以销定产
南化股份	79%	PVC 产能 16 万吨，烧碱产能 26 万吨	2009 年新建年产能 30 万吨烧碱和 32 万吨 PVC
ST 金化	大于 95%	2008 年产 PVC10.83 万吨，目前 PVC 年产能 23 万吨	12 万吨/年盐酸项目建成已投产；8 万吨/年离子膜烧碱工程正在加紧施工
江苏索普	不包括 ACD 共占比 12%	2008 年生产烧碱 11.92 万吨，液氯 2.21 万吨，ADC3.65 万吨	2009 年计划生产烧碱 12.2 万吨，ADC4.1 万吨，液氯 3 万吨
锦化氯碱	33%	2008 年产烧碱 24 万吨，目前烧碱产能 30 万吨	2009 年计划产烧碱 28 万吨
巨化股份	45%	PVC 产能 23 万吨（包括 15 万吨 PVC 树脂挖潜改造项目），烧碱年产能 56 万吨左右	2009 年完成 15 万吨 PVC 树脂挖潜改造项目

资料来源：国泰君安证券

3.5. 纯碱行业仍待催化

投资建议：下半年房地产复苏有望拉动纯碱价格 10%-20% 反弹，存在交易性机会，三友化工、双环科技和山东海化是相对较好的投资标的。

从 4 月份纯碱产量的数据来看，单月较 2 月份增长 22.9%，开工率明显回升，而通过和各地区最高月度产量相比可以看出，多数地区开工率在 8-9 成，按照 10 省产能合计占比 85% 的保守估算，目前纯碱产能约在 2330 万吨/年，尚有 600 万吨左右的新增产能在未来两年逐步释放。

纯碱下游玻璃产量增速锐减是造成其消费不景气的原因，不过由于数据具有滞后性，我们认为在纯碱产量的逐步恢复也从侧面证明目前下游积极向好的一面，不过 1-4 月份商品房新开工面积累计增速依然是负值，也充分说明有效需求较差，而房地产价格指数回升是否意味着需求拐点的到来还不得而知，但是在纯碱相对过剩有限的情况下，行业在下半年机遇也将逐步增大。

表 6: 纯碱产量地区分布

	2009 年 2 月	2009 年 4 月	4 月/2 月产量增速	最高月度产量	产量占比 (4 月/08 年 12 月)
江苏	23.3	24.5	4.85%	28.9	84.53%
山东	15.5	22.8	47.61%	27.3	83.78%
河南	18.2	19.3	5.84%	22.3	86.42%
河北	15.6	16.7	7.05%	20.5	81.42%
湖北	8.5	12.0	40.49%	12.0	100.00%
青海	3.4	11.0	219.06%	11.5	95.00%
内蒙	7.7	9.5	23.41%	9.5	100.00%
四川	7.3	9.4	28.25%	16.0	58.59%
天津	7.0	7.3	4.35%	8.3	87.01%
重庆	8.8	7.7	-12.76%	8.8	87.24%
10 省合计	115.2	139.8	21.41%	165	84.77%
总产量	134.5	165.3	22.91%	194 (估算)	85.18%

图 36: 我国纯碱下游同比增速

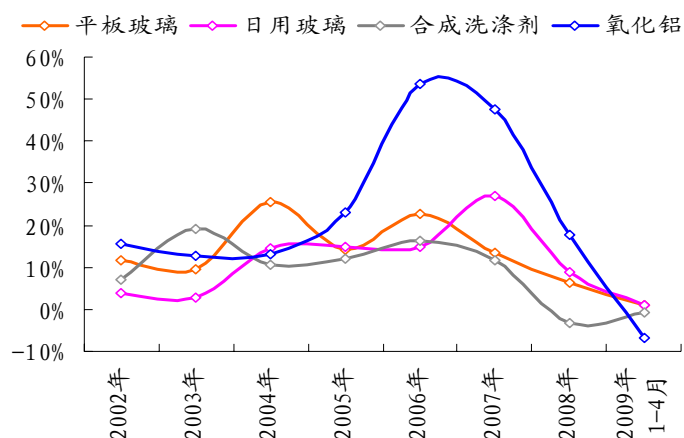


图 37: 我国纯碱下游应用分布

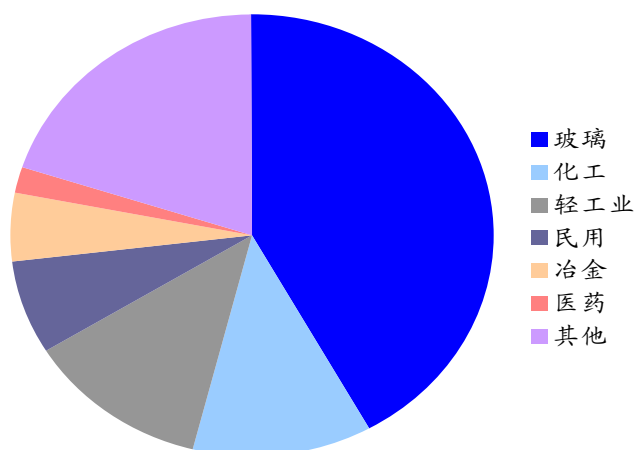


图 38: 我国房地产指数

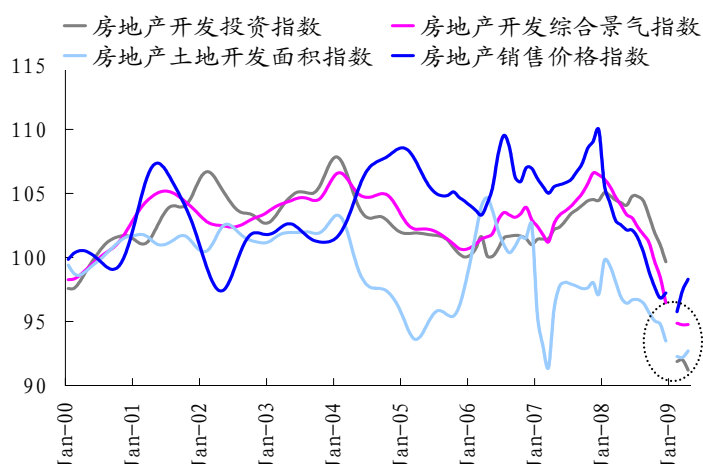
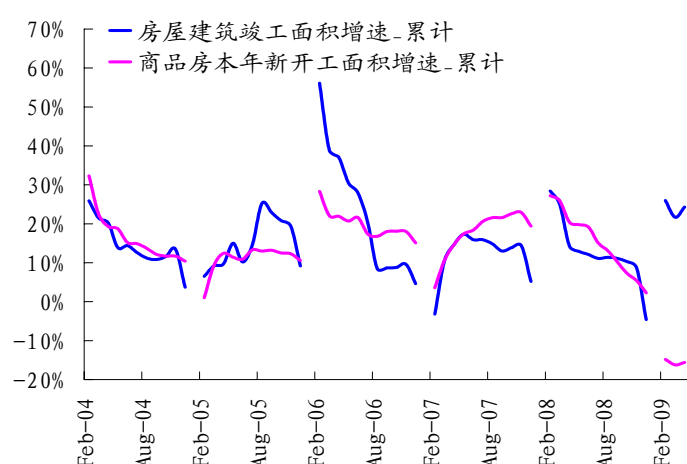


图 39: 我国房地产新开工面积增速



资料来源: 石化工业协会、中经网、国泰君安证券

表 7: 业绩弹性分析

从纯碱公司的业绩弹性来看, 从大到小依次为双环科技、山东海化、三友化工和青岛碱业, 除了双环以外, 后三家中三友化工纯碱收入占比更高, 对价格敏感度更高

	总股本 (百万股)	纯碱产能	产能/股本	08 纯碱收入占比	原盐自给度
三友化工	939	200	0.21	60.72%	集团采购+外购
山东海化	895	200	0.22	28.06%	60%-70%
双环科技	464	123 (权益)	0.27	63.41% (估算)	100%
青岛碱业	295	60	0.20	48.75%	集团采购+外购

资料来源: 国泰君安证券

3.6. 化纤

投资建议: 长期来看, 化纤行业已经走出前期业绩和估值低谷, 中期看季节性造成的周期性波动基本上不会影响整体行业的走势和盈利变化, 三季度推荐重点配置业绩保障型品种海利得 (002206)

图 40: 2000 年来化纤行业收入和销售利润率

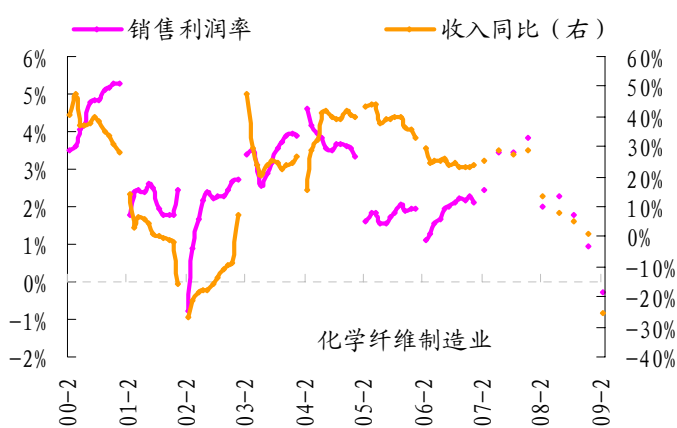


图 41: 2009 年以来我国部分合成纤维价格走势

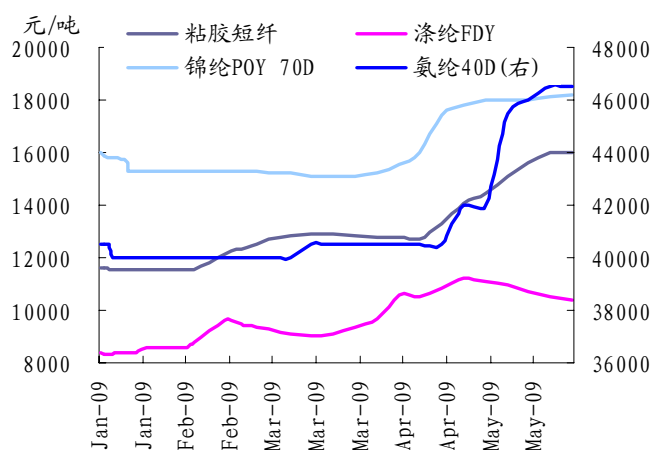


图 42：2008 年来粘胶长丝库存和产销率

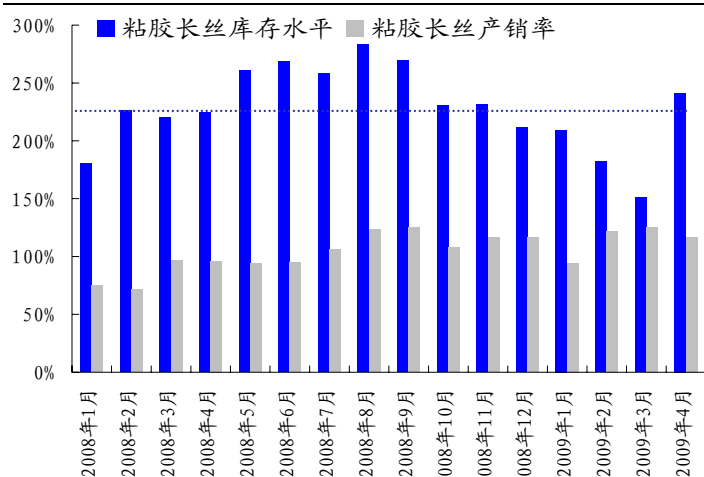
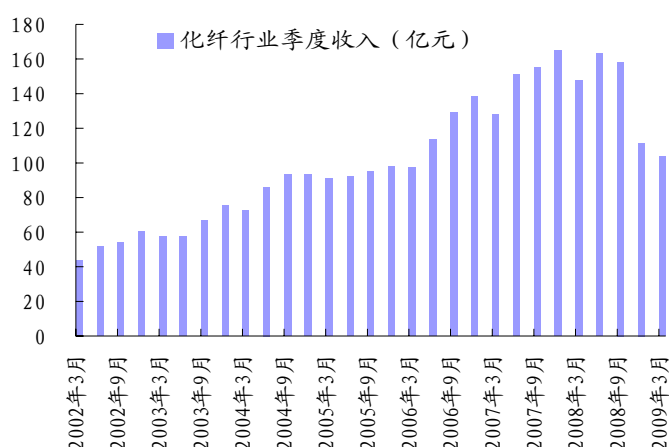


图 43：2002 年以来化纤行业季度收入



资料来源：国泰君安证券

2 季度整体化纤行业开始回暖，化纤产销量回升，一般来看，春节后进入纺织旺季，但今年受金融危机的影响，春节后纺织开机率的恢复延后明显，所以，直至四月份才陆续提高，这种过度观望情绪导致的采购周期后移，致使库存水平在 4 月份出现了大幅度增长，而补库效应带动季节性因素导致价格触底回升。另外，成本方面，石油价格的上涨也是推升合成纤维价格的原因之一。

随着淡季时段的到来，企业需求开始回落、开工率下滑，从下游接单情况来看，企业接单情况比一季度有所好转，但订单每单数量少于以前，时间较以前短，订单价格并没有提升，未来几个月很有可能再次陷入低迷，另外，石油价格的稳步提升也再次挤压了化纤行业利润，我们提请大家注意利润率变化的反复。

各个子产品差价变化（黄框是分季度情况），可以明显看到 1 季度情况明显好于去年 4 季度，而 2 季度中氨纶由于提价使得成本价差扩大，涤纶、粘胶差价基本保持稳定。

图 44：2008 年来 PVA 价格及价差

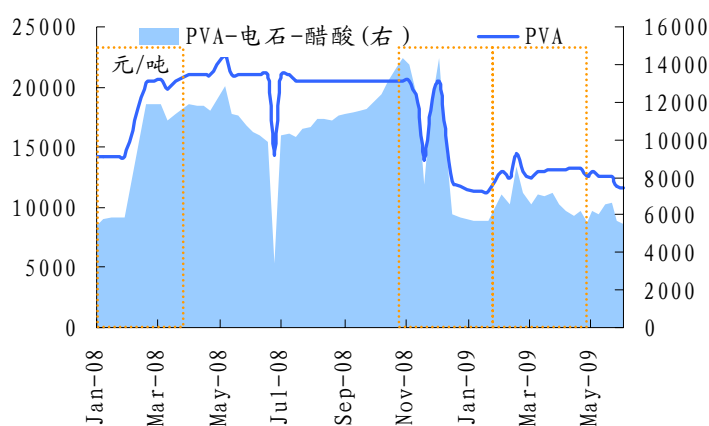


图 45：2008 年以来涤纶价格及价差

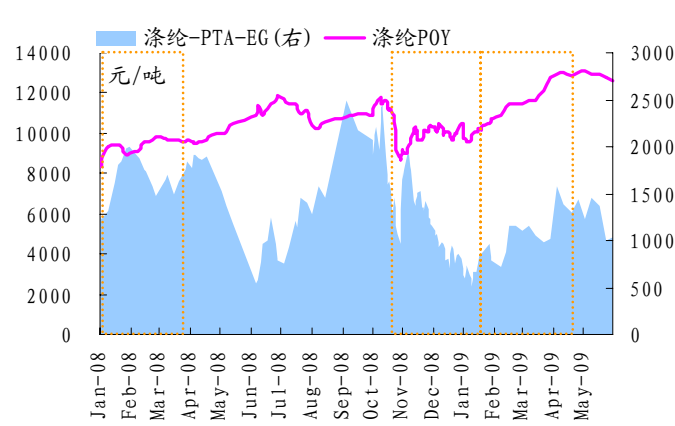


图 46: 2008 年来氨纶价格及价差

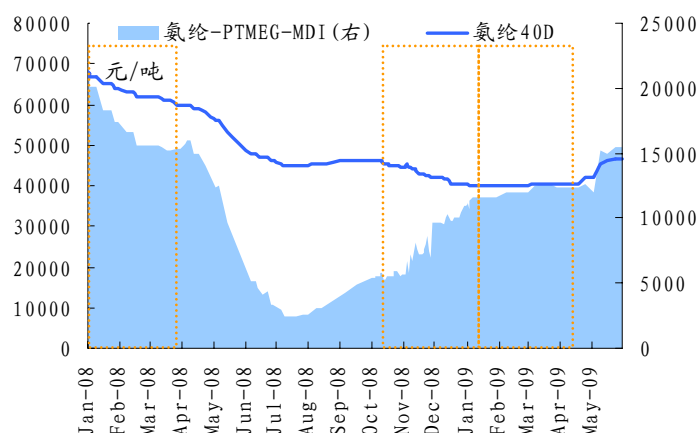
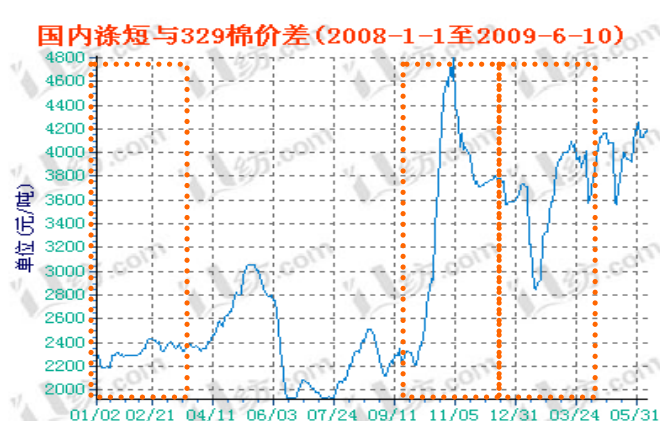


图 47: 2008 年以来涤纶短纤与棉价差



资料来源：国泰君安证券

长期来看，化纤行业已经走出前期业绩和估值低谷，中期看季节性造成的周期性波动基本上不会影响整体行业的走势和盈利变化，三季度推荐重点配置业绩保障型品种，其中海利得（002206）受益于汽车行业热销带动的车用丝市场，发展值得看好。

3.7. 农药

投资建议：从估值的角度看，新安股份、扬农化工具备优势。

我们统计了年初以来几十种农药产品的价格情况，从得到的数据来看，其中绝大多数产品较年初有一定的下滑，而只有阿维菌素等少数农药受到热捧的情况下价格呈现了向上的趋势，二季度是农药旺季，但是其价格回落显示出较为复杂的市场心态，虽然农药作为刚性需求是化工里不多的防御品种，但是草甘膦的教训告诫我们要提防下一次产能过剩的尴尬。

目前草甘膦原粉的价格仍然在 21000 元/吨左右徘徊，从得到的信息来看，由于黄磷、甘氨酸等主要原材料价格走弱，也使得草甘膦的成本大幅下降，甘氨酸路线草甘膦原粉成本在 18500 元/吨上下，而 IDA 路线草甘膦原粉成本 19000 元/吨左右。

表 8: 农药价格多数较年初下降

菊酯类杀虫剂	5 月份较年初涨幅	其他杀虫剂	5 月份较年初涨幅
27%高效氯氟氰菊酯苯油	-7.79%	65-70%甲氨基苯甲酸盐	19.57%
95%高效氯氟氰菊酯	-17.21%	95%敌百虫	-9.09%
哒螨灵原药	-10.77%	95%乙酰甲胺磷原粉	-29.31%
90%辛硫磷	-9.09%	95-97%吡虫啉	-18.33%
98%氟铃脲	-10.61%	95%毒死蜱原油	-16.67%
98%仲丁威原油	-23.08%	96%硫丹	-6.98%
98%溴氰菊酯原粉	-1.81%	96-98%啉虫咪	-11.54%
95%氰戊菊酯	-6.41%	95%-98%灭多威	-6.45%
90%马拉硫磷	-2.38%	6%-8%阿维菌素	30.26%

95-97%烟嘧磺隆	-7.41%	90%丙溴磷	-11.25%
42%百草枯母液	5.56%	90%异丙草胺	4.26%
85%代森锰锌	-6.56%	95-97%戊唑醇	-11.30%
95%三唑酮	-6.56%	多菌灵(灰)	27.03%
95%氟磺胺草醚	-10.16%	95%噻嗪酮	-7.78%
灭多威	-2.52%	98%异丙威	-22.22%

资料来源：中国农业网，国泰君安证券

虽然欧盟地区决定暂停征收对进口自中国的草甘膦的反倾销税,期限为 9 个月,但是这并不足以对过剩压力带来实质性缓解,但是,从欧盟较高的进入门槛来看,只有新安、江山以及扬农等少数国内优质企业才能长期受益。

图 48: 2005 年来国内草甘膦价格

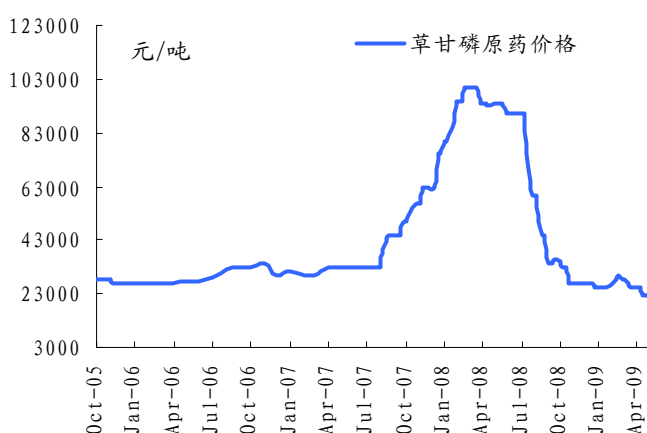
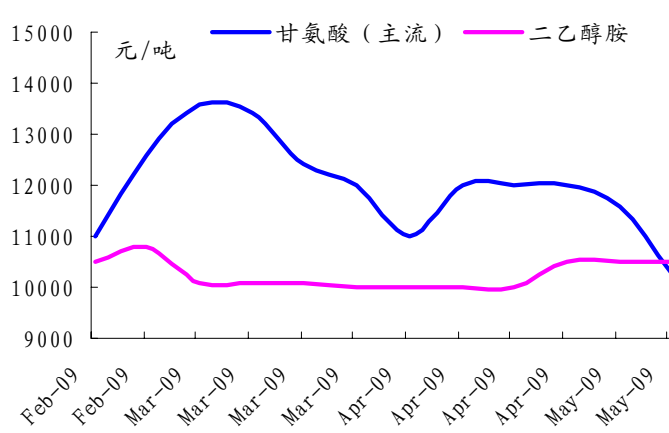


图 49: 2009 年 2 月以来甘氨酸和二乙醇胺价格



资料来源：中国农业网，国泰君安证券

目前农药行业平均估值较难界定,由于华星化工、江山股份等企业申报很难看到实质好转,此类公司目前的估值实已不低;而利尔化学、联化科技以及诺普信基本上在 2009 年 25 倍左右的水平,已经基本合理;红太阳如果按照其业绩承诺进行计算,目前价格偏高;比较而言扬农化工、新安股份相对具有估值优势,另外需密切关注联化科技苏州分公司高新技术企业的申请情况和利尔化学新项目投产日期。

附表 1: 重点公司和关注公司业绩预测

价格		08EPS	09EEPS	10EEPS	08E	09E	10E	投资建议
2009-6-15		(元)	(元)	(元)	PE	PE	PE	
重点公司		EPS	EPS	EPS				
盐湖钾肥 (000792)	52.30	1.78	3.04	3.52	29.4	17.2	14.9	谨慎增持
烟台万华 (600309)	15.81	0.91	0.79	0.94	17.4	20.0	16.8	增持
冠农股份 (600251)	26.20	0.08	0.77	1.12	328	34.0	23.4	谨慎增持
兴发集团 (600141)	13.25	1.17	0.53	0.68	11.3	25.0	19.5	谨慎增持
江苏国泰 (002091)	17.26	0.53	0.62	0.79	32.6	27.8	21.8	谨慎增持
云天化 (600096)	22.70	1.23	0.35	0.82	18.5	64.9	27.7	中性
新安股份 (600596)	37.15	5.89	1.67	2.33	6.3	22.2	15.9	谨慎增持
华鲁恒升 (600426)	15.42	0.76	0.86	0.98	20.3	17.9	15.7	增持
扬农化工 (600486)	31.64	1.57	1.58	1.95	20.2	20.0	16.2	增持
海利得 (002206)	18.66	0.74	0.9	1.14	25.2	20.7	16.4	增持
金发科技 (600143)	8.93	0.16	0.34	0.42	55.8	26.3	21.3	谨慎增持
红宝丽 (002165)	15.90	0.43	0.62	0.81	37.0	25.6	19.6	增持
德美化工 (002054)	14.78	0.72	0.78	0.97	20.5	18.9	15.2	谨慎增持
浙江龙盛 (600352)	6.76	0.36	0.42	0.48	18.8	16.1	14.1	增持
关注公司		EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE	
联化科技 (002250)	19.52	0.57	0.81	0.95	34.2	24.1	20.5	谨慎增持
三友化工 (600409)	5.73	0.22	0.18	0.26	26.0	31.8	22.0	中性
久联发展 (002037)	10.58	0.31	0.61	0.70	34.1	17.3	15.1	谨慎增持
山东海化 (000822)	7.03	0.46	0.10	0.25	15.3	70.3	28.1	中性
宏达新材 (002211)	9.41	0.18	0.15	0.25	52.3	62.7	37.6	中性

数据来源: 国泰君安证券

附表 2: 国际国内市场估值比较

	沪深 300	化工综合	相对沪深 300	盐湖钾肥	相对沪深 300	烟台万华	相对沪深 300
2008	18.4	25.4	1.4	27	1.5	17	0.9
2009	19.7	28.2	1.4	17	0.9	20	1.0
	标普 500	化工综合	相对标普 500	Mosaic	相对标普 500	Dow	相对标普 500
2008	14.9	14.8	1.0	13	0.9	19	1.3
2009	16.0	21.4	1.3	11	0.7	55	3.4

数据来源: wind 资讯, bloomberg, 国泰君安证券

附表 3: 国际化工公司估值比较

公司名称 (国际)	国家	股价 (09-06-15)	08PE	09PE	10PE	PB	PEG	EV/EBITDA	ROE%
聚氨酯									
Bayer AG	德国	41.64	23.01	12.47	10.75	1.87	2.24	8.26	10.42
BASF AG	德国	31.59	13.84	20.38	14.87	1.63	37.60	4.44	15.87
Dow Chemical Co	美国	17.34	19.05	55.05	14.88	1.22	7.34	8.61	3.52
Huntsman Corporation	美国	6.67			43.88	1.28		10.64	38.68
平均值		24.31	18.63	29.30	21.10	1.50	15.73	7.99	17.12

请务必阅读正文之后的免责条款部分

21 of 24

化肥									
Potashcorp	加拿大	129.65	11.77	16.96	10.42	6.96	0.78	9.46	65.90
Agrium	加拿大	55.80	5.91	10.81	7.26	1.92	0.25	4.79	36.73
Mosaic	美国	55.48	8.88	12.99	10.57	3.17	1.79	5.61	38.16
Bunge	巴西	66.40	23.06	13.74	11.03	1.26		5.68	16.07
平均值		67.02	10.98	12.75	9.62	3.17	0.94	5.67	46.42
农药									
Monsanto	美国	86.54	19.49	19.72	17.74	4.92	0.82	12.02	23.99
Sygenta	美国	50.79		14.14	12.60		1.71		
FMC	美国	52.45	11.26	11.25	10.04	4.01	1.21	6.74	30.97
Nufarm	澳大利亚	12.06	11.26	11.63	10.26	1.84	1.07	9.92	15.00
平均值		50.46	14.00	14.18	12.66	3.59	1.20	9.56	23.32
有机氟									
Daikin Industries Ltd	日本	3210.00	43.10	73.05	24.85	1.98		10.70	4.26
Asahi Glass Co Ltd	日本	777.00	23.19		25.14	1.26		6.69	4.65
Solvay SA	比利时	61.59	17.40	12.13	9.92	1.13	18.04	5.83	9.25
平均值		1349.53	27.90	42.59	19.97	1.46	18.04	7.74	6.05
有机硅									
Shin-etsu Chemicals	日本	4670.00	12.91	19.57	15.17	1.45	2.05	4.99	11.02
Rhodia SA	法国	6.34			37.51			4.03	
平均值		2338.17	12.91	19.57	26.34	1.45	2.05	4.51	11.02
精细化工									
Cabot Corp	美国	13.52	26.51		12.65	0.77		6.00	7.04
Ciba Specialty Chemicals	瑞士	49.54		19.39	16.47	2.02			-22.77
Clariant Corporation	瑞士	7.30		46.50	12.44	0.85	10.06	3.94	-2.12
DSM	荷兰	24.53	8.92	16.64	11.92	0.87	3.99		11.41
Rohm and Haas	美国			0.00	0.00				15.75
PPG Industries	美国	45.13	12.68	17.94	13.67	2.62	3.02	6.33	14.38
Toyo Ink	日本	315.00		31.82	22.66	0.72		9.72	-2.71
平均值		75.84	16.04	22.05	12.83	1.31	5.69	6.50	2.99
环氧树脂									
Nanya Technology Corp	台湾	5.60				0.93			-78.60
Mitsui Chemicals Inc	日本	332.00				0.71		8.62	-22.41
Sunoco Inc	美国	26.43	3.16	9.46	6.78	1.09		2.75	28.87
平均值		121.34	3.16	9.46	6.78	0.91		5.68	-24.05
轮胎									
Continental Tire	德国	22.95			10.88	0.78		6.16	-18.96
Michelin	法国	44.58	18.05	36.97	14.85	1.27		5.90	6.93
GOODYEAR	美国	12.41			10.57	5.00		8.79	-3.98
PIRELLI	意大利	0.29		24.00	13.71	0.71		19.10	-13.49
Cooper	美国	9.22		25.47	9.00	2.02		46.84	-40.39
Bridgestone	日本	1388.00	103.39	170.22	22.15	1.10		7.58	0.88
平均值		246.24	60.72	64.16	13.53	1.81		15.73	-11.50

资料来源: Bloomberg、国泰君安证券

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券研究所,基础化工行业研究员。

王培: 国泰君安证券化工行业助理分析师,复旦大学理学硕士,二年工作经验。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com