

化工



郑方铤 方磊

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

化工行业：三季度存在超额收益

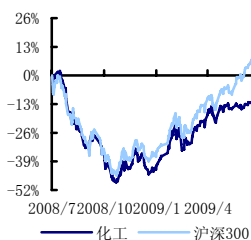
推荐 (维持)

2009年7月13日

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
新安股份	1.70	2.76	强烈推荐
烟台万华	0.72	0.90	推荐
华鲁恒升	0.84	1.11	推荐
扬农化工	1.80	2.29	推荐
诺普信	0.67	1.00	推荐
德美化工	0.75	0.88	推荐
红宝丽	0.66	0.82	推荐
盐湖钾肥	2.93	3.35	推荐
湖北宜化	0.75	0.93	推荐
英力特	0.52	0.65	推荐
浙江龙盛	0.36	0.43	推荐
兴发集团	0.76	1.03	推荐
金发科技	0.33	0.45	推荐

行业走势



相关报告

氯碱：《看好具有资源优势的煤化工》2009-6-30

化工：《低碳经济下的化工行业》2009-6-29

投资要点

● 我们对当前化工行业的基本判断：

- 整体处于下行大周期，但调整最为剧烈的下行周期第一阶段已于 09 年 1 季度结束；
- 从产品价格等同步指标看行业整体经营尚未好转；
- 从下游需求等先行指标看房地产、汽车、纺织相关行业中期趋势向好；
- 从开工率指标看 PVC 等部分子行业在逐步上升；
- 估值角度看化工行业 PE、PB 处于历史中间水平，溢价率属于历史偏低水平。

- 我们认为化工行业 3 季度将存在超额收益。其基本逻辑是：当前化工产品价格处于低谷，需求较为低迷，由于市场的低预期，化工行业估值相对于大盘的溢价率处于历史低位水平；3 季度下游需求将阶段性传导到化工行业，产品价格和利润会有反弹，带来盈利预期和估值的双重回升。

● 投资标的选择上，看好 3 种类型公司：

- 首先是阶段复苏先导型行业的公司，相应行业包括房地产相关的 PVC 和有机硅、汽车相关的改性塑料；纺织相关的染料助剂、粘胶、氨纶；农业相关的农药、钾肥和氮肥；
- 低碳经济受益公司；
- 成长性子行业和高竞争壁垒公司。

● 重点推荐公司：

新安股份、华鲁恒升、烟台万华、扬农化工、诺普信、德美化工、红宝丽、盐湖钾肥、湖北宜化、英力特、浙江龙盛、兴发集团、金发科技

目 录

1、化工行业当前形势：整体经营尚处低谷，部分先行指标趋好	4 -
1.1 行业同步和滞后指标分析	4 -
(1) 收入和利润指标	4 -
(2) 价格和销量指标	4 -
1.2 行业领先指标分析	7 -
(1) 短期指标：开工率总体回升	7 -
(2) 中期指标：产能与供需缺口	8 -
(3) 长期指标：行业竞争结构与议价能力	9 -
2、化工行业估值水平：溢价率处于历史低位	9 -
3、三季度基础化工行业投资策略	10 -
3.1 化工行业基本判断	10 -
3.2 基础化工行业投资策略	11 -
(1) 阶段复苏先导型行业	11 -
(2) 政策性影响：低碳经济	13 -
(3) 成长性子行业和高竞争壁垒公司	14 -
4、重点推荐公司	14 -
图 1 化工各子行业销售利润率	4 -
图 2 化工各子行业利润总额增速	4 -
图 3 07 年以来国际原油期货价格走势	5 -
图 4 07 年以来国际天然气期货价格走势	5 -
图 5 06 年以来国内外尿素价格	5 -
图 6 07 年以来氮肥表观消费量	5 -
图 7 06 年以来国内外磷酸二铵价格	5 -
图 8 07 年以来磷肥表观消费量	5 -
图 9 06 年以来国内外氯化钾价格	5 -
图 10 07 年以来钾肥表观消费量	5 -
图 11 07 年以来草甘膦及主要原料价格走势	6 -
图 12 06 年以来硫磺、硫酸价格	6 -
图 13 07 年以来黄磷、磷酸盐价格	6 -
图 14 06 年以来 DMC（硅氧烷）价格走势	6 -
图 15 07 年以来苯胺、MDI 价格走势	6 -
图 16 06 年以来煤化工产品价格走势	6 -
图 17 07 年以来甲醇表观消费量	6 -
图 18 06 年以来醋酸等产品价格走势	7 -
图 19 07 年以来醋酸表观消费量	7 -
图 20 07 年以来 PVC 及主要原料价格走势	7 -
图 21 化工部分子行业 09 年以来开工率情况	7 -
图 21 化工各子行业固定资产投资增速	8 -
图 22 大宗基础化工产品历年新增产能	8 -
图 23 化工部分子行业供需缺口情况（2008 年）	9 -
图 24 基础化工行业历年 PE 及其溢价率	10 -
图 25 基础化工行业历年 PB 及其溢价率	10 -
图 26 09 年以来全国房地产投资额低位回升	11 -
图 27 房地产开工面积下降放缓	11 -
图 28 08 年 4 季度起国内信贷增速迅速提高	11 -

图 29	09 年以来汽车销量强劲增长	- 11 -
图 30	09 年以来国内纱产量逐步回升	- 12 -
图 31	09 年以来国内布产量逐步企稳	- 12 -
图 32	全球应对气候变化主要历程	- 13 -
图 33	低碳经济下的化工行业受益领域	- 13 -
表 1	化工部分子行业长期投资吸引力分析.....	- 9 -
表 2	化肥产品最新出口关税政策	- 12 -
表 3	化工企业的竞争壁垒	- 14 -
表 4	基础化工行业重点推荐公司	- 14 -

1、化工行业当前形势：整体经营尚处低谷，部分先行指标趋好

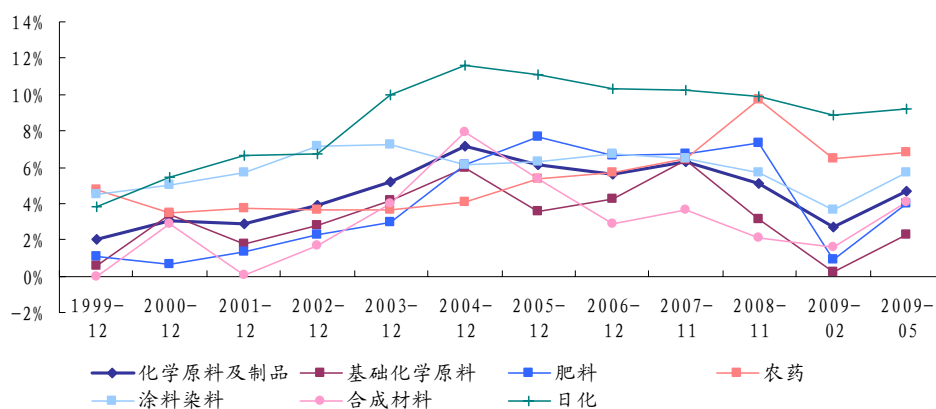
1.1 行业同步和滞后指标分析

行业同步和滞后指标的主要作用在于帮助我们了解行业运行趋势、当前的状态、及其相对于历史均值的偏离度。

(1) 收入和利润指标

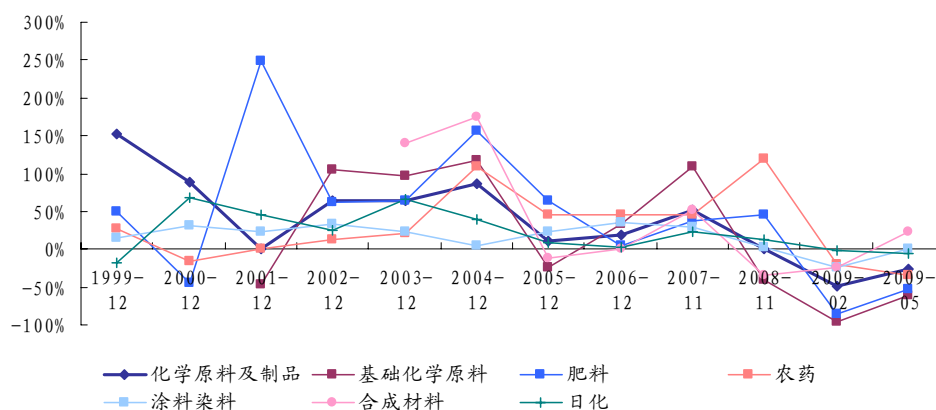
2009 年前 5 个月，基础化工各子行业的销售利润率呈探底反弹的格局，2 季度利润总额增速的跌幅与 1 季度相比有所收窄。

图 1 化工各子行业销售利润率



数据来源：兴业证券研发中心

图 2 化工各子行业利润总额增速



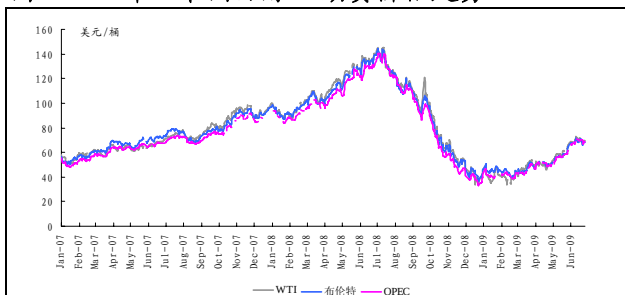
数据来源：兴业证券研发中心

(2) 价格和销量指标

从价格和销量指标看，从 08 年 4 季度以来，化工产品的价格总体经历了大幅暴跌（08 年 9-12 月）——反弹（09 年 1-3 月）——弱势盘整（09 年 4-6 月）的 3 个阶段，其背后的原因是：需求收缩伴随着生产和销售渠道环节的去库存化（08 年

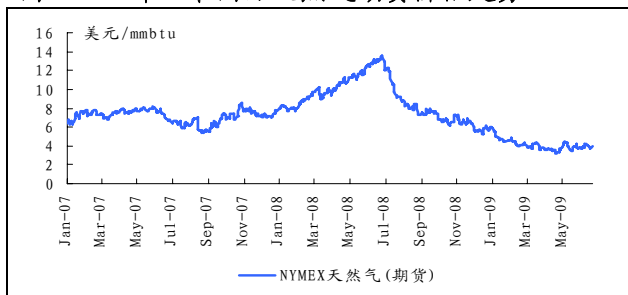
9-12月)——基本需求支持加上库存回补(09年1-3月)——企业产销量逐渐恢复而需求增长较为缓慢(09年4-6月)。

图3 07年以来国际原油期货价格走势



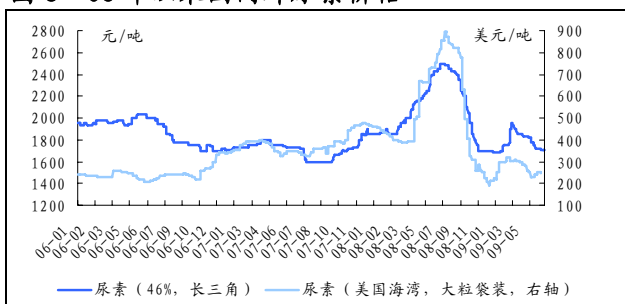
数据来源: 兴业证券研发中心

图4 07年以来国际天然气期货价格走势



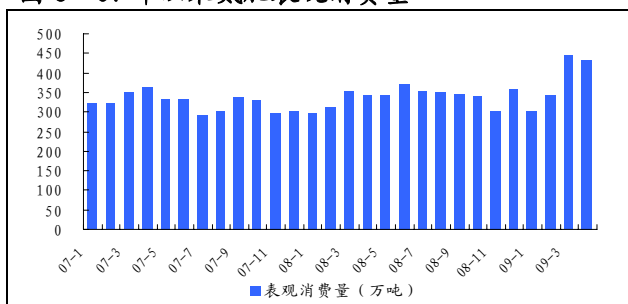
数据来源: 公司报告, 兴业证券研发中心

图5 06年以来国内外尿素价格



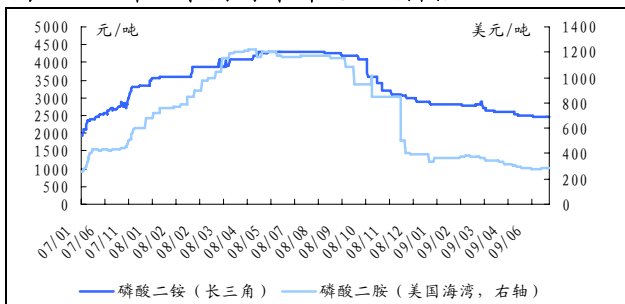
数据来源: 化工在线, 百川资讯

图6 07年以来氮肥表观消费量



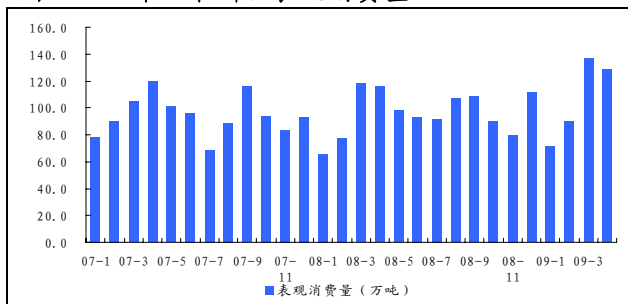
数据来源: 中国石油和化学工业协会

图7 06年以来国内外磷酸二铵价格



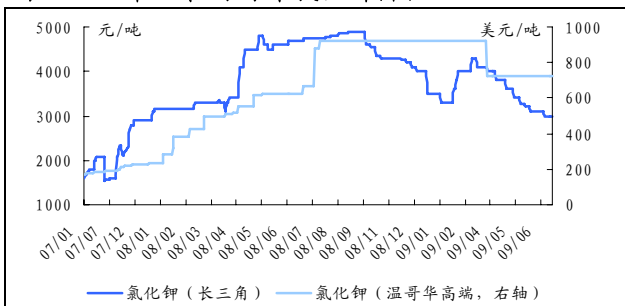
数据来源: 化工在线, 百川资讯

图8 07年以来磷肥表观消费量



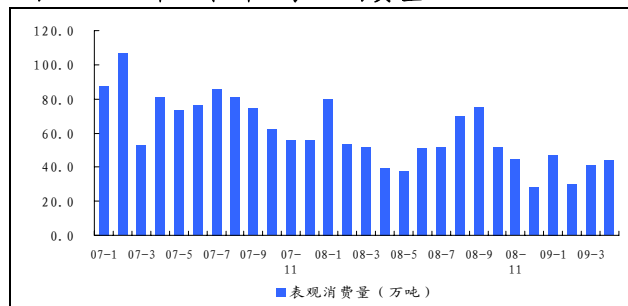
数据来源: 中国石油和化学工业协会

图9 06年以来国内外氯化钾价格



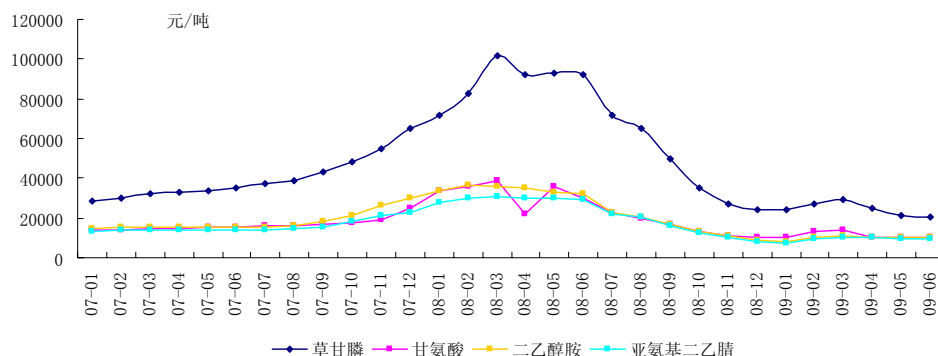
数据来源: 化工在线, 百川资讯

图10 07年以来钾肥表观消费量



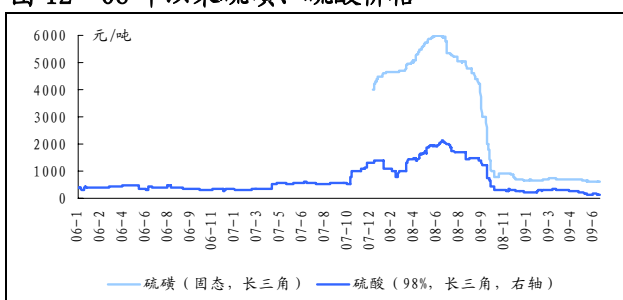
数据来源: 中国石油和化学工业协会

图 11 07 年以来草甘膦及主要原料价格走势



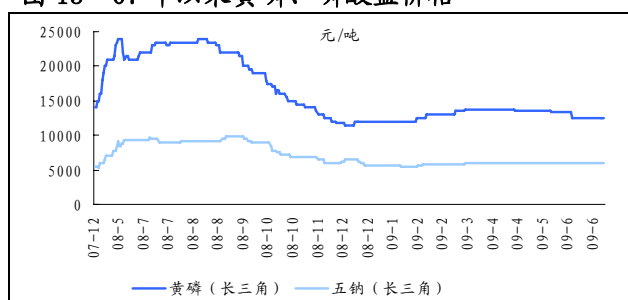
数据来源：兴业证券研发中心

图 12 06 年以来硫磺、硫酸价格



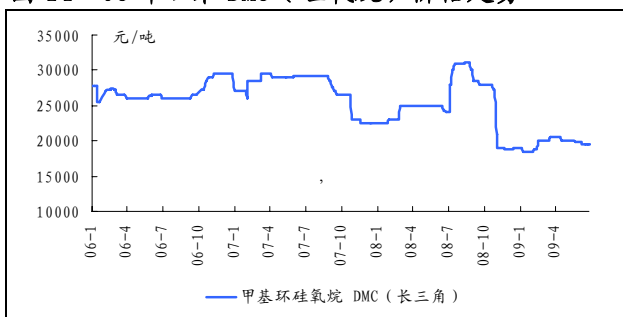
数据来源：化工在线

图 13 07 年以来黄磷、磷酸盐价格



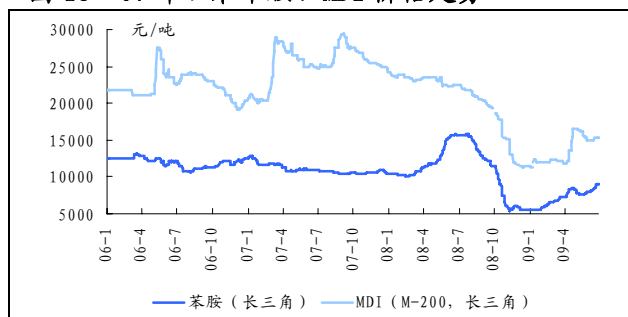
数据来源：化工在线

图 14 06 年以来 DMC (硅氧烷) 价格走势



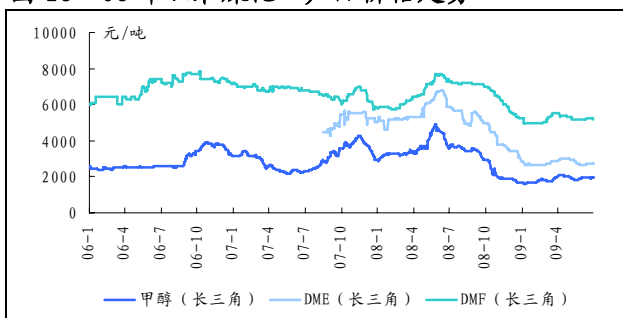
数据来源：化工在线

图 15 07 年以来苯胺、MDI 价格走势



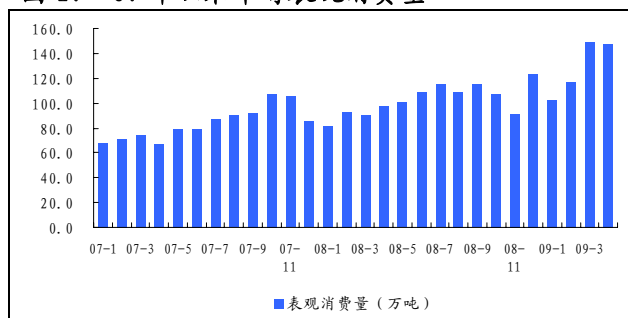
数据来源：化工在线

图 16 06 年以来煤化工产品价格走势



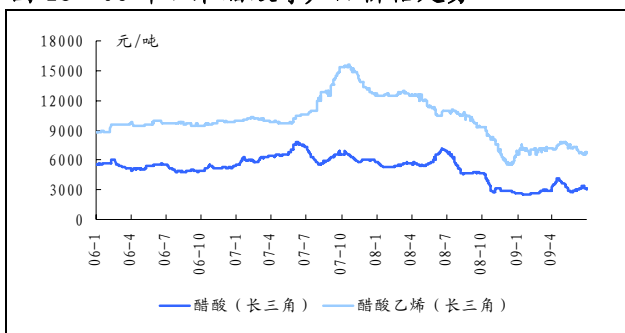
数据来源：化工在线，百川资讯

图 17 07 年以来甲醇表观消费量



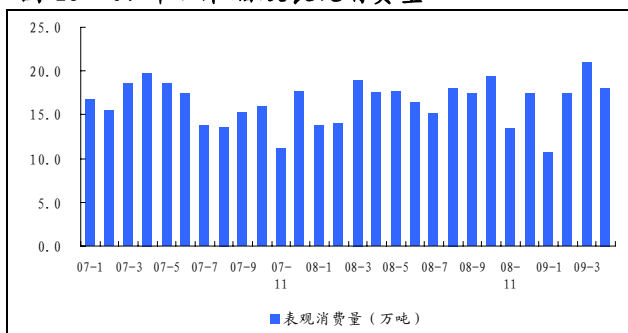
数据来源：中国石油和化学工业协会

图 18 06 年以来醋酸等产品价格走势



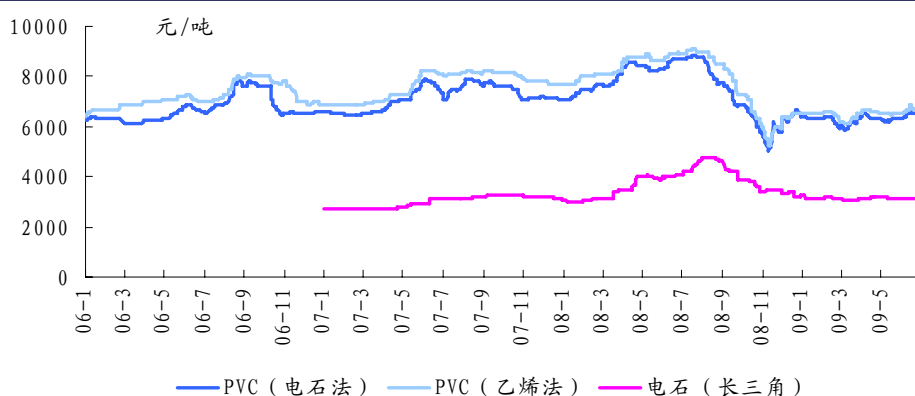
数据来源：化工在线，百川资讯

图 19 07 年以来醋酸表观消费量



数据来源：中国石油和化学工业协会

图 20 07 年以来 PVC 及主要原料价格走势



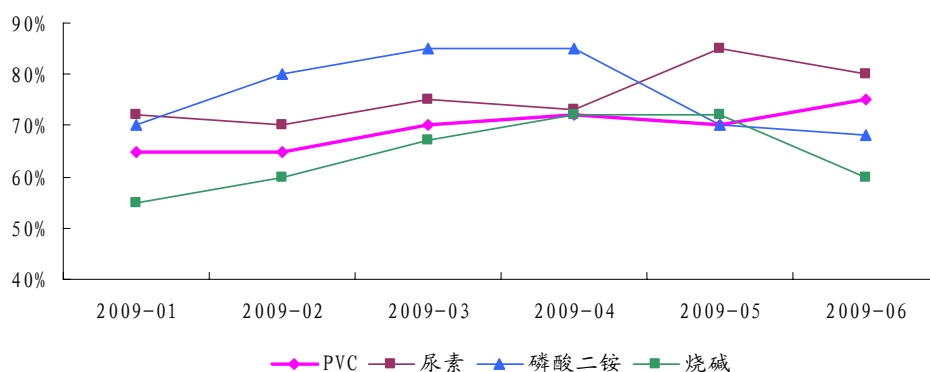
数据来源：兴业证券研发中心

1.2 行业领先指标分析

行业领先指标对于行业未来运行趋势的判断具有重要指导意义。

(1) 短期指标：开工率总体回升

图 21 化工部分子行业 09 年以来开工率情况



数据来源：兴业证券研发中心

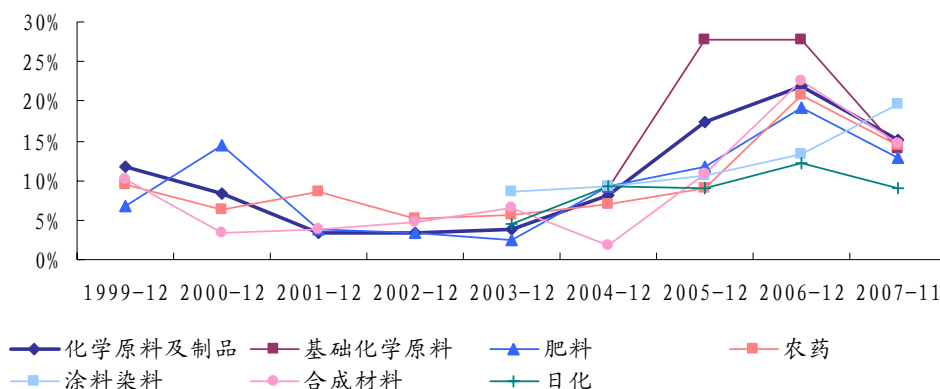
根据我们的统计，化工行业截至 6 月底的开工率总体较年初上升，但各子行业趋势有差异。其中，尿素开工率虽然 6 月份有所回落，但总体较高；PVC 行业的开

工率则处于回升途中。

(2) 中期指标：产能与供需缺口

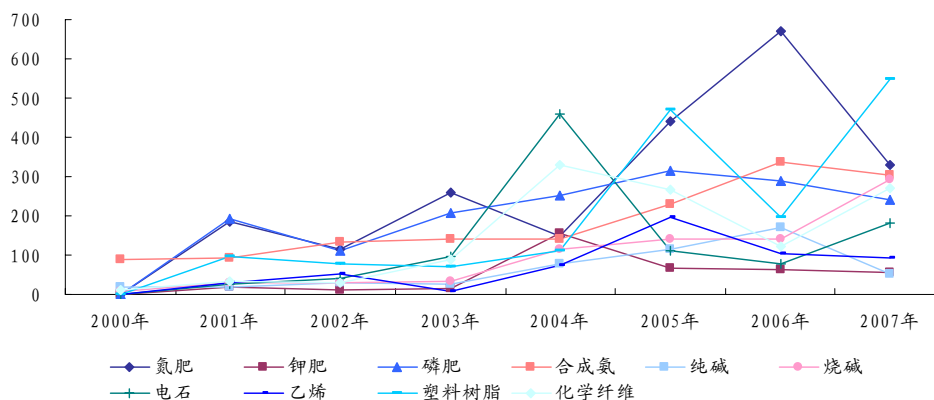
从 2004 年起，基础化工各子行业的固定资产投资增速开始上升，05 年以来一直维持在 10% 以上的水平，峰值水平平均接近 20%。与之相对应，04 年以来大宗基础化工品的新增产能扩张迅速。

图 21 化工各子行业固定资产投资增速



数据来源：中国石油和化学工业协会，兴业证券研发中心

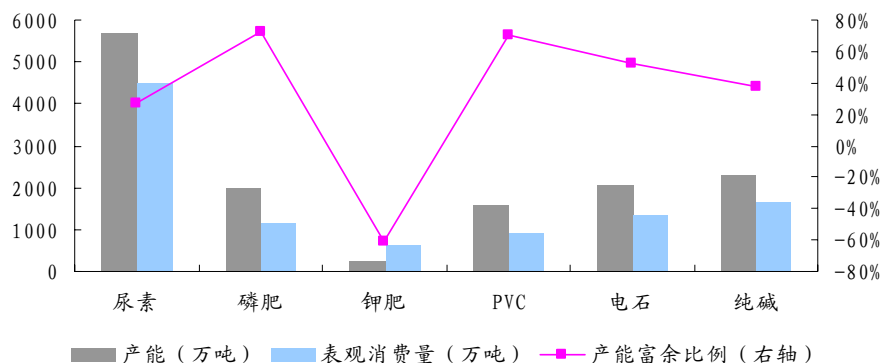
图 22 大宗基础化工产品历年新增产能



数据来源：中国石油和化学工业协会，兴业证券研发中心

由于过去几年的产能迅速扩张，化工行业的产能过剩情况较为普遍。在我们统计的部分大宗化工产品中，除了钾肥严重依赖进口外，氮肥、磷肥、PVC、纯碱等产品均存在较大的产能富余。在此背景下，我们预期，化工行业未来的复苏将以渐进和波段式为主基调。

图 23 化工部分子行业供需缺口情况（2008 年）



数据来源：中国石油和化学工业协会，兴业证券研发中心

（3）长期指标：行业竞争结构与议价能力

我们从行业竞争结构、对上下游议价能力等指标出发，对化工各子行业的长期盈利前景和投资吸引力进行分析。综合而言，我们认为，钾肥、农药、聚氨酯和有机硅等子行业长期盈利前景较为理想，具有更高的长期投资吸引力。

表 1 化工部分子行业长期投资吸引力分析

	行业集中度	竞争壁垒	对上游议价能力	对下游议价能力	长期价值
氮肥	低	中（技术、规模）	较弱	中（政策限制）	☆☆
磷肥	低	中（资源）	弱（硫磺）	中（政策限制）	☆☆
钾肥	高	高（资源）	-	强	☆☆☆
农药	低	较高（技术）	中	较强	☆☆☆
染料	高	较高（技术、规模）	中	较强	☆☆
聚氨酯	高	高（技术）	中	较强	☆☆☆
有机硅	高	较高（技术）	较强	较强	☆☆☆
磷化工	中	较高（技术）	中	中	☆☆
化纤	低	较低	弱	中	☆
纯碱	较高	低	中	中	☆
PVC	低	较低（资源）	中	中	☆

资料来源：兴业证券研发中心

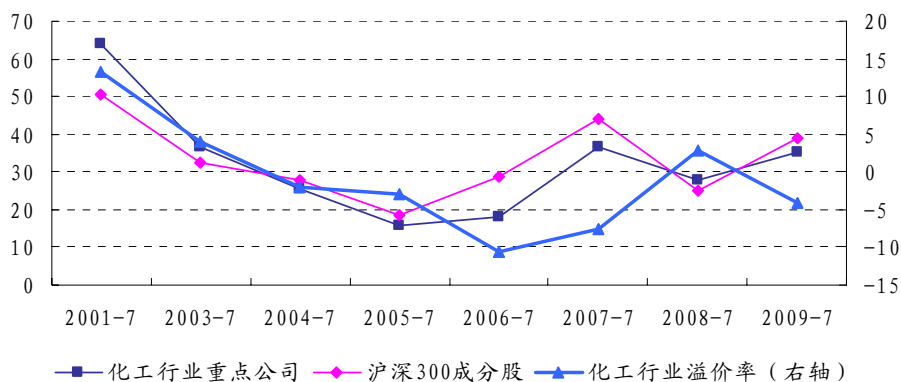
2、化工行业估值水平：溢价率处于历史低位

我们以基础化工行业 55 家核心公司为样本，计算了化工行业 2001 年以来的历年平均估值水平（市盈率 PE、市净率 PB），估值基准时间为每年 7 月 5 日，相应的财务数据为上市公司在基准时间的每股净资产 BPS 和前 4 个季度的累计每股收益 EPS（TTM）。

此外，我们以沪深 300 指数成分股为样本，计算了 A 股上市公司 2001 年以来的历年平均估值水平（市盈率 PE、市净率 PB），估值基准时间和相应财务数据的处

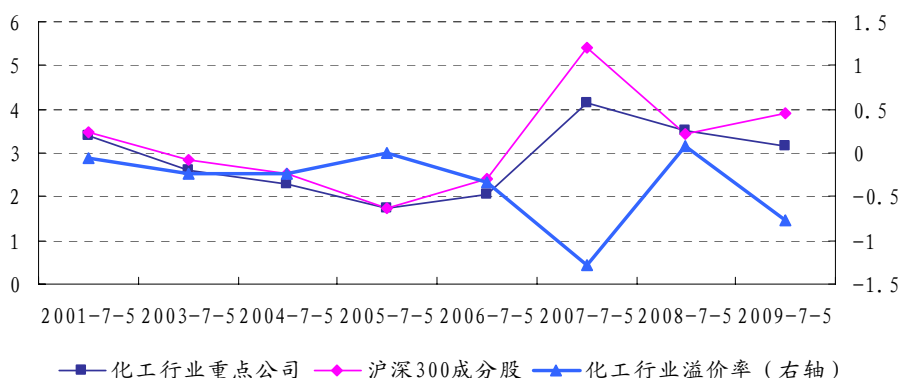
理原则与化工行业数据处理相同。在此基础上，我们计算出了基础化工行业历年的估值溢价率水平。

图 24 基础化工行业历年 PE 及其溢价率



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

图 25 基础化工行业历年 PB 及其溢价率



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

根据统计结果，化工行业当前时点的 PE 和 PB 处于过去 8 年以来的中间水平，但是化工行业整体 PE 比 A 股上市公司平均水平低 4.0，整体 PB 比 A 股上市公司平均低 0.8，其估值溢价率处于历史较低水平。

3、三季度基础化工行业投资策略

3.1 化工行业基本判断

根据前文分析，我们对当前化工行业有如下基本判断：

- (1) 整体处于下行大周期，但调整最为剧烈的下行周期第一阶段已于 09 年 1 季度结束；
- (2) 从产品价格等同步指标看行业整体经营尚未好转；
- (3) 从下游需求等先行指标看房地产、汽车、纺织相关行业中期趋势向好；
- (4) 从开工率指标看 PVC 等部分子行业在逐步上升；
- (5) 估值角度看化工行业 PE、PB 处于历史中间水平，溢价率属于历史偏低水平。

3.2 基础化工行业投资策略

根据我们对化工行业的前述分析和判断，我们认为化工行业 3 季度将存在超额收益。其基本逻辑是：**当前化工产品价格处于低谷，需求较为低迷，由于市场的低预期，化工行业估值相对于大盘的溢价率处于历史低位水平；3 季度下游需求将阶段性传导到化工行业，产品价格和利润会有反弹，带来盈利预期和估值的双重回升。**

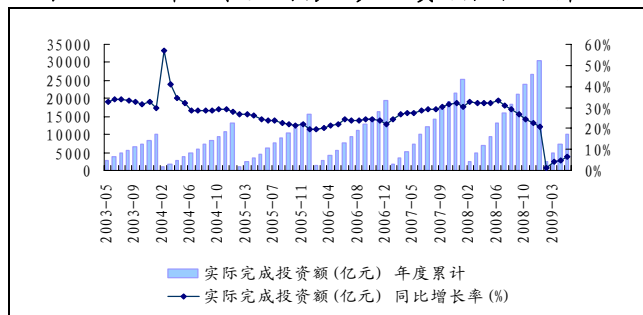
在投资标的的选择上，我们看好 3 种类型的公司：（1）首先是**阶段复苏先导型行业**的公司，相应行业包括房地产相关的 PVC 和有机硅、汽车相关的改性塑料；纺织相关的染料助剂、粘胶、氨纶；农业相关的农药、钾肥和氮肥；（2）随着 12 月哥本哈根会议的临近，**低碳经济**相应政策的预期会日益强烈，低碳经济受益公司值得持续关注；（3）在合适估值水平上，**成长性子行业和高竞争壁垒公司**又到了长期吸纳的时点。

（1）阶段复苏先导型行业

——房地产相关子行业

在 08 年 4 季度起国内信贷迅速扩张的背景下，09 年以来全国房地产投资额低位回升，房地产新开工面积下降放缓，09 年 2 季度以来房价和成交量节节攀升，房地产复苏趋势明朗。相应受益子行业：PVC、有机硅。

图 26 09 年以来全国房地产投资额低位回升



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

图 27 房地产开工面积下降放缓

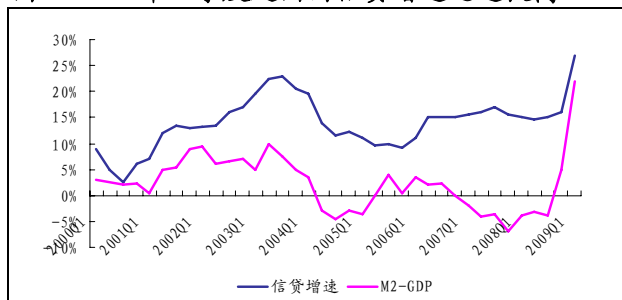


数据来源：Wind，兴业证券研发中心

——汽车相关子行业

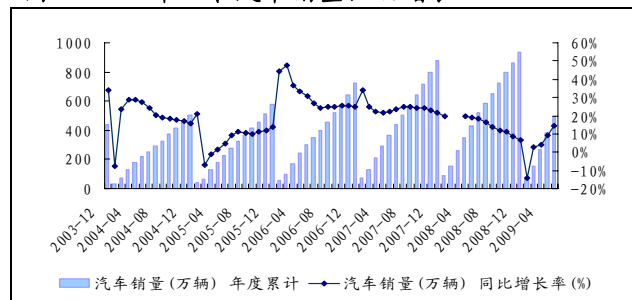
09 年以来国内汽车销量强劲增长，相应受益子行业：改性塑料。

图 28 08 年 4 季度起国内信贷增速迅速提高



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

图 29 09 年以来汽车销量强劲增长

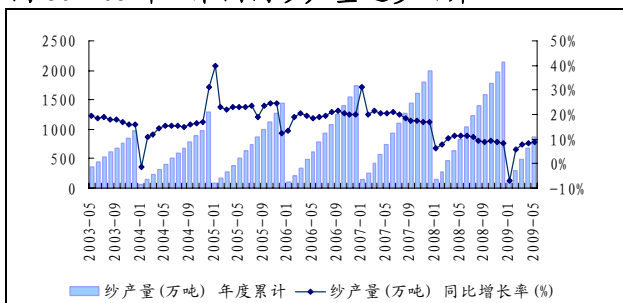


数据来源：Wind，兴业证券研发中心

——纺织相关子行业

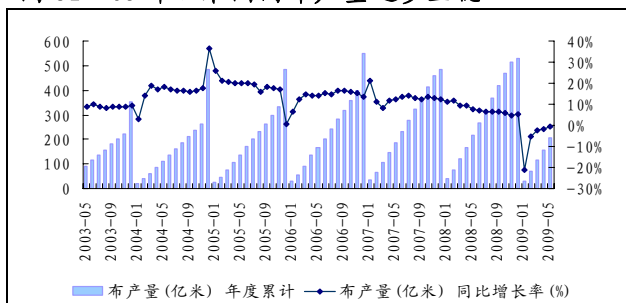
纺织行业作为较早遭遇经营困境的行业，经过两年的调整，行业秩序有所好转，09年以来行业的经营状况较早企稳。相应地有助于上游化工相关子行业经营效益的好转。看好的子行业：染料助剂、粘胶、氨纶等。

图 30 09 年以来国内纱产量逐步回升



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

图 31 09 年以来国内布产量逐步企稳



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

——农业相关子行业

由于国内外经销商和农户去库存化及产品价格下跌预期的影响，09 年上半年化肥和农药的国内外需求较为平淡，产品价格 2 季度逐级下跌。但是由于农产品需求属于刚性需求，因此我们预期，在库存消化告一段落后，国内外化肥和农药的需求将恢复增长，这一点在国外需求上将表现得更为明显。

经过 08 年 11 月和 09 年 6 月两次化肥出口关税的调整，目前主要化肥产品淡季出口关税已降至 10% 的水平。在农产品价格上涨提升需求、天然气价格上升提高国外氮肥成本等多种情形下，国内氮肥和磷肥的淡季出口形势有望出现转机。

表 2 化肥产品最新出口关税政策

商品名称	暂定税率	特别关税
尿素	旺季（2-6 月，9 月 16 日-10 月 31 日）：35%； 淡季（1 月，7 月 1 日-9 月 15 日，11 月 1 日-12 月 31 日） ：当出口价格不高于基准价格时，10%；当出口价格高于基准价格时，税率=(1.1-基准价格/出口价格)*100%(基准价格为 2.3 元/公斤)	旺季：75%
磷酸一铵	旺季（2-5 月、9 月 1 日-10 月 15 日）：35%； 淡季（1 月，6-8 月，10 月 16 日-12 月 31 日） ：当出口价格不高于基准价格时，10%；当出口价格高于基准价格时，税率=(1.1-基准价格/出口价格)*100%(基准价格为 3.7 元/公斤)	旺季：75%
磷酸二铵	旺季（2-5 月、9 月 1 日-10 月 15 日）：35%； 淡季（1 月，6-8 月，10 月 16 日-12 月 31 日） ：当出口价格不高于基准价格时，10%；当出口价格高于基准价格时，税率=(1.1-基准价格/出口价格)*100%(基准价格为 4.0 元/公斤)	旺季：75%
合成氨	10%	取消
重过磷酸钙	10%	取消
二元复合肥	10%	取消

资料来源：兴业证券研发中心

钾肥方面，需求的萎缩已经持续 1 年多，停用或少用钾肥的负面影响将逐步显现，

因此未来的国内的钾肥需求有望恢复常态。一旦国内钾肥成交量放大，价格见底，钾肥企业的盈利预期也将明朗。

看好的子行业：农药、钾肥、氮肥。

(2) 政策性影响：低碳经济

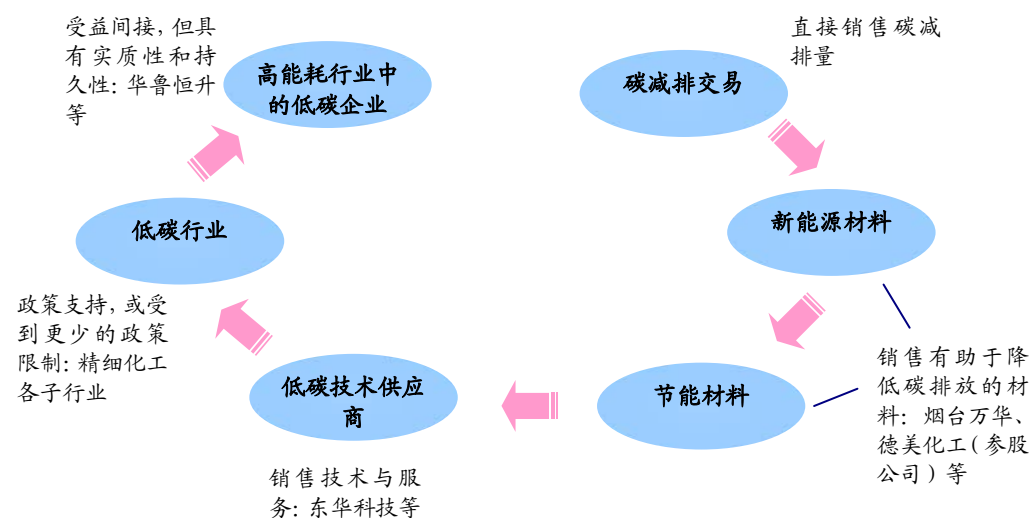
即将于2009年12月召开的哥本哈根会议气候大会将决定2012年之后的各国二氧化碳减排义务，以及碳减排合作和交易机制，从而对各国的经济和各行业发展轨道产生深远影响。随着低碳经济相应政策的预期日益强烈，低碳经济受益领域的公司值得持续关注。

图 32 全球应对气候变化主要历程

斯德哥尔摩会议	维也纳公约	蒙特利尔议定书	里约热内卢峰会	京都议定书	巴厘岛会议	哥本哈根会议
1972年6月5日 第一次国际环保大会 《联合国人类环境会议宣言》 “世界环境日”	1985年3月22日 “保护臭氧层外交大会” 截至2005年3月，190个国家加入	1987年9月16日 “保护臭氧层公约关于含氯氟烃议定书全权代表大会” 明确了受控物质的种类、控制时间表	1992年6月3-14日 联合国环境与发展大会 《气候变化框架公约》等 随后得到189个国家认可	1997年12月 就2012年前的温室气体减排目标达成共识 170多个国家加入 中国：98年5月签署，02年8月核准 美国：2001年退出	2007年12月 启动2012年之后的温室气体减排义务谈判 “巴厘岛路线图”	2009年12月 2012年以后如何应对气候变化？各国的减排目标？

数据来源：兴业证券研发中心

图 33 低碳经济下的化工行业受益领域



数据来源：兴业证券研发中心

(3) 成长性子行业和高竞争壁垒公司

经过前期的调整，在合适估值水平上，成长性子行业和高竞争壁垒公司又到了长期吸纳的时点。我们继续看好有机硅、聚氨酯等成长性子行业的龙头企业，以及化工各子行业中具有高竞争壁垒的公司。

表 3 化工企业的竞争壁垒

竞争壁垒类型	代表企业	具体壁垒
技术壁垒	新安股份	氯资源循环
	扬农化工	菊酯中间体合成
	烟台万华	MDI 合成
渠道壁垒	金发科技	与客户的紧密合作关系
	诺普信	产研销一体化模式
资源壁垒	盐湖钾肥	钾盐资源
综合壁垒	华鲁恒升	水煤浆气化技术+项目管理能力
	浙江龙盛	规模优势+全面的技术

资料来源：兴业证券研发中心

4、重点推荐公司

表 4 基础化工行业重点推荐公司

上市公司	收盘价 (07-12)	EPS (元)				PE				投资评级
		2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	
新安股份	40.86	5.89	1.70	2.76	3.58	6.9	24.0	14.8	11.4	强烈推荐
烟台万华	17.78	0.91	0.72	0.90	1.20	19.5	24.7	19.8	14.8	推荐
华鲁恒升	18.31	0.76	0.84	1.11	1.40	24.1	21.8	16.5	13.1	推荐
扬农化工	36.50	1.56	1.80	2.29	2.84	23.4	20.3	15.9	12.9	推荐
诺普信	18.20	0.45	0.67	1.00	1.43	40.4	27.2	18.2	12.7	推荐
德美化工	17.59	0.73	0.75	0.88	1.05	24.1	23.5	20.0	16.8	推荐
红宝丽	17.90	0.43	0.66	0.82	1.00	41.6	27.1	21.8	17.9	推荐
盐湖钾肥	55.14	1.78	2.93	3.35	3.73	31.0	18.8	16.5	14.8	推荐
湖北宜化	12.97	0.49	0.75	0.93	1.10	26.5	17.3	13.9	11.8	推荐
英力特	15.41	0.30	0.52	0.65	0.97	51.4	29.6	23.7	15.9	推荐
浙江龙盛	8.13	0.36	0.36	0.43	0.53	22.6	22.6	18.9	15.3	推荐
兴发集团	15.13	1.17	0.76	1.03	1.25	12.9	19.9	14.7	12.1	推荐
金发科技	9.83	0.16	0.33	0.45	0.58	61.4	29.8	21.8	16.9	推荐

资料来源：兴业证券研发中心

- 15