

兴业证券2009下半年投资策略

周期与价值结合，把握超额收益机会 ——基础化工行业2009下半年投资策略

兴业证券研发中心
化工行业研究员 郑方镛 方磊

2009年7月



核心观点

□ 我们预期基础化工行业下半年将存在超额收益。

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；下半年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。

□ 投资标的的选择上，看好3 种类型的公司：

- 首先是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、扬农化工、诺普信、浙江龙盛、德美化工、红宝丽、烟台万华、丹化科技、盐湖钾肥、金发科技、兴发集团、湖北宜化、中化国际、东华科技、英力特

目录

- 基础化工行业概述
- 基础化工行业经营形势分析
 - 行业同步和滞后指标分析
 - 行业领先指标分析
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业下半年投资策略
- 重点推荐公司

基础化工行业概述

■ 化工行业的分类

精炼石油产品 (18,431亿元)

化学矿采选 (201亿元)

基础化学原料 (9,153亿元)

肥料 (4,638亿元)

农药 (1,233亿元)

涂料/染料/颜料 (2,879亿元)

合成材料 (5,482亿元)

专用化学品 (7,830亿元)

橡胶制品 (4,107亿元)

汽油、柴油、煤油、石脑油、烯烃、芳烃

硅、磷、钾、硫、高岭土、锂、锑、钡等

三酸两碱、甲醇、醋酸、无机盐、氯化物等

氮肥、磷肥、钾肥、复合肥、生物肥

杀虫剂、除草剂、杀菌剂

各类产品

通用树脂、工程塑料、合成橡胶、合成纤维

试剂、炸药、林产、信息、其它专用化学品

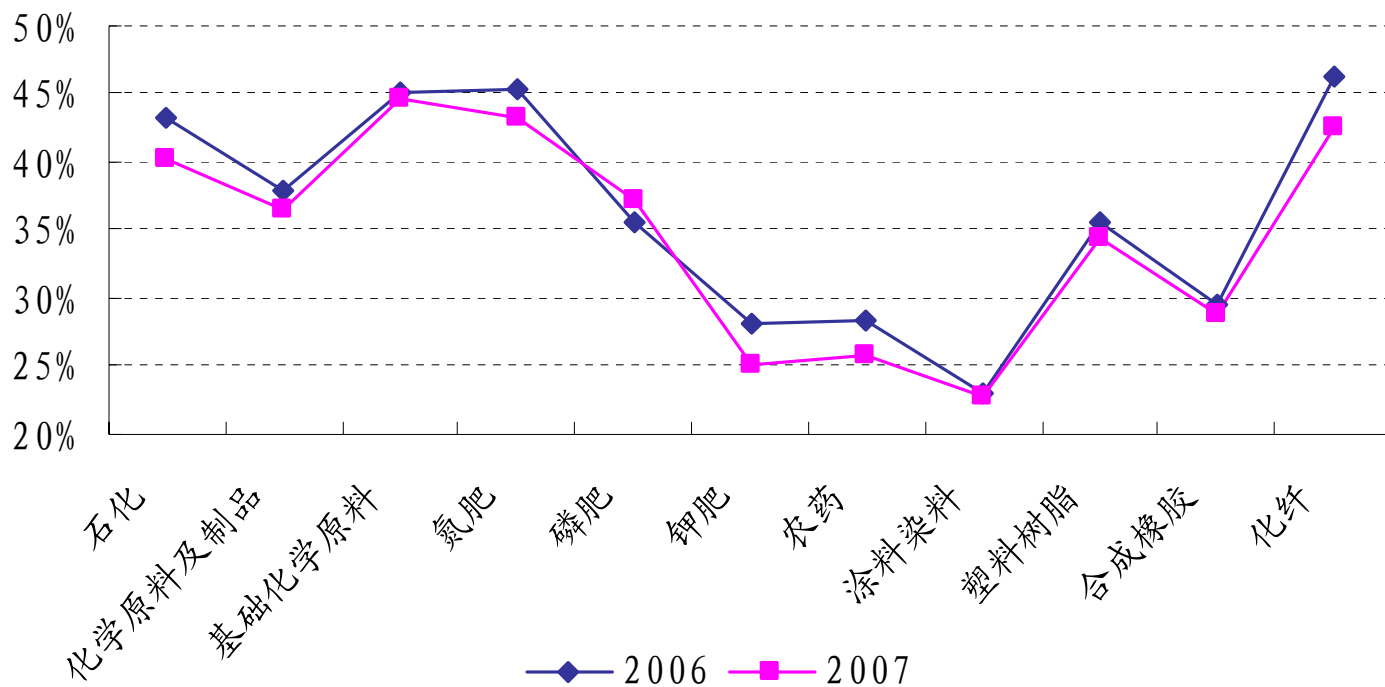
轮胎、工业制品、生活用品

注：括号内为2008年销售额数据

化工行业的本质：周期性行业

■ 原因之一：重资产

图1 化工各子行业固定资产/总资产

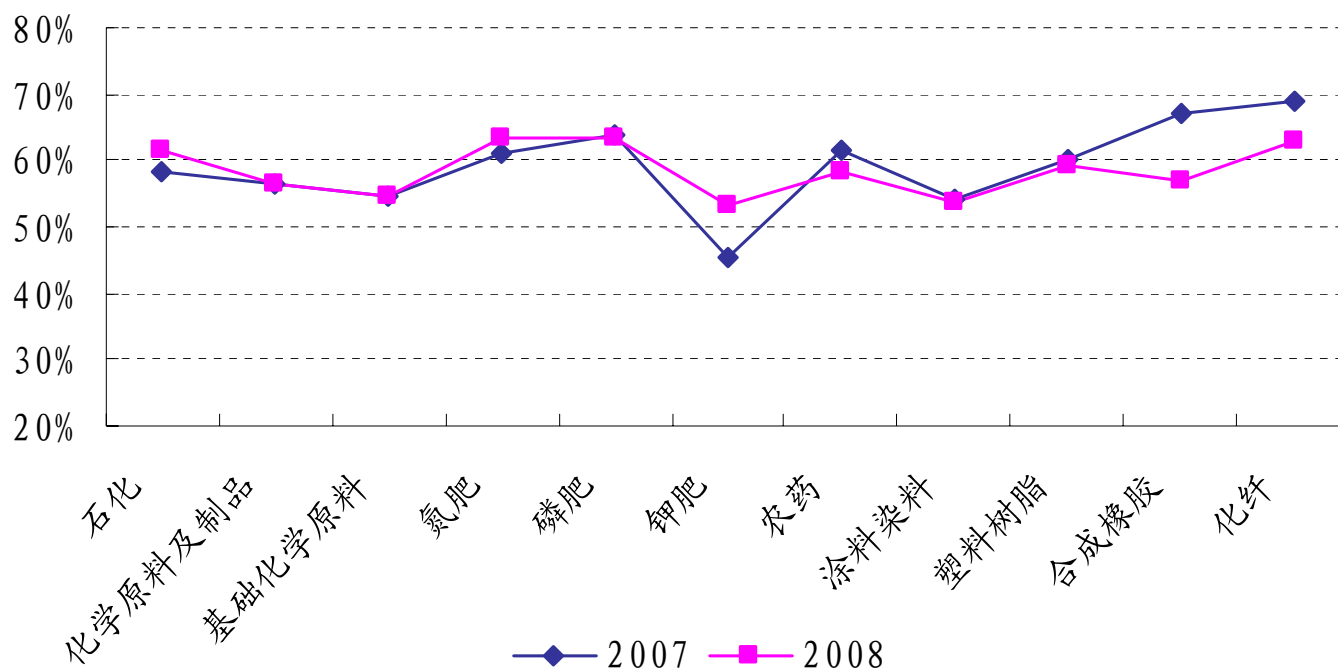


化工行业的本质：周期性行业

■ 原因之二：高退出成本

—— 设备专用性 + 规模效应 + 高财务杠杆

图2 化工各子行业财务杠杆



区分两类化工产品

■ 大宗化学品

氮肥、磷肥、PVC、
纯碱、化纤、轮胎等

- 产品同质化
- 低进入壁垒
- 规模经济决定成本
- 重资产
- 竞争较充分
- 周期性强

—— 重在周期和行业

■ 精细化学品

农药、聚氨酯、有机
硅、染料助剂等

- 一定程度差异化
- 较高进入壁垒
- 技术水平影响成本
- 资产相对较轻
- 企业有超额收益空间
- 周期性相对较弱

—— 重在竞争结构 and 公司

化工行业观测指标

■ 先行指标

- 短期：产能利用率；库存；
- 中期：下游需求；新增产能；供需缺口；原料供给；
- 长期：产业前景；行业竞争结构；上下游议价能力

■ 同步和滞后指标

- 产品及原料价格；
- 产销量；
- 毛利率、ROA、ROE；
- 收入及利润增长率
- 作用：了解趋势、当前状态、相对历史均值的偏离度

目录

- 基础化工行业概述
- 基础化工行业经营形势分析
 - 行业同步和滞后指标分析
 - 行业领先指标分析
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业下半年投资策略
- 重点推荐公司

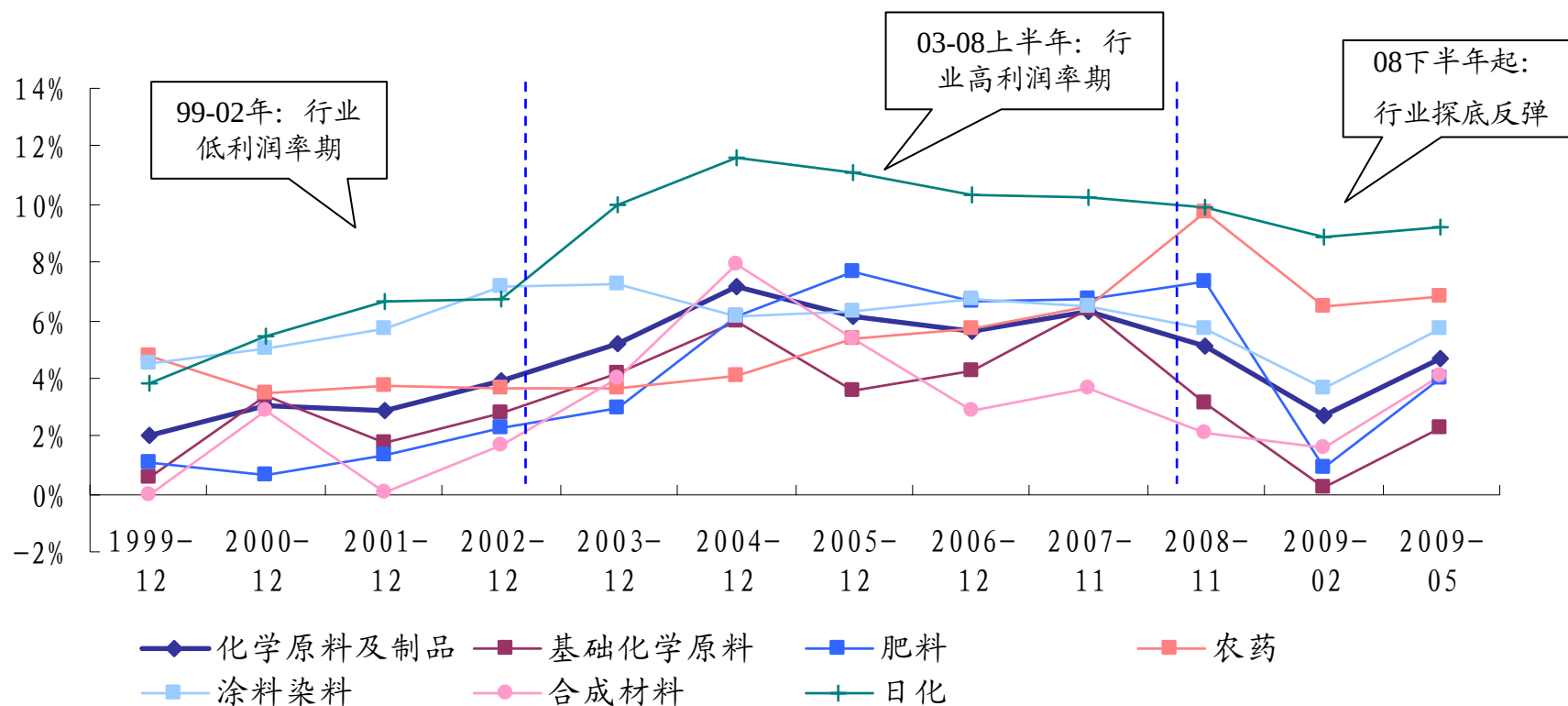
行业同步和滞后指标分析

(1) 收入和利润指标

(2) 价格和销量指标

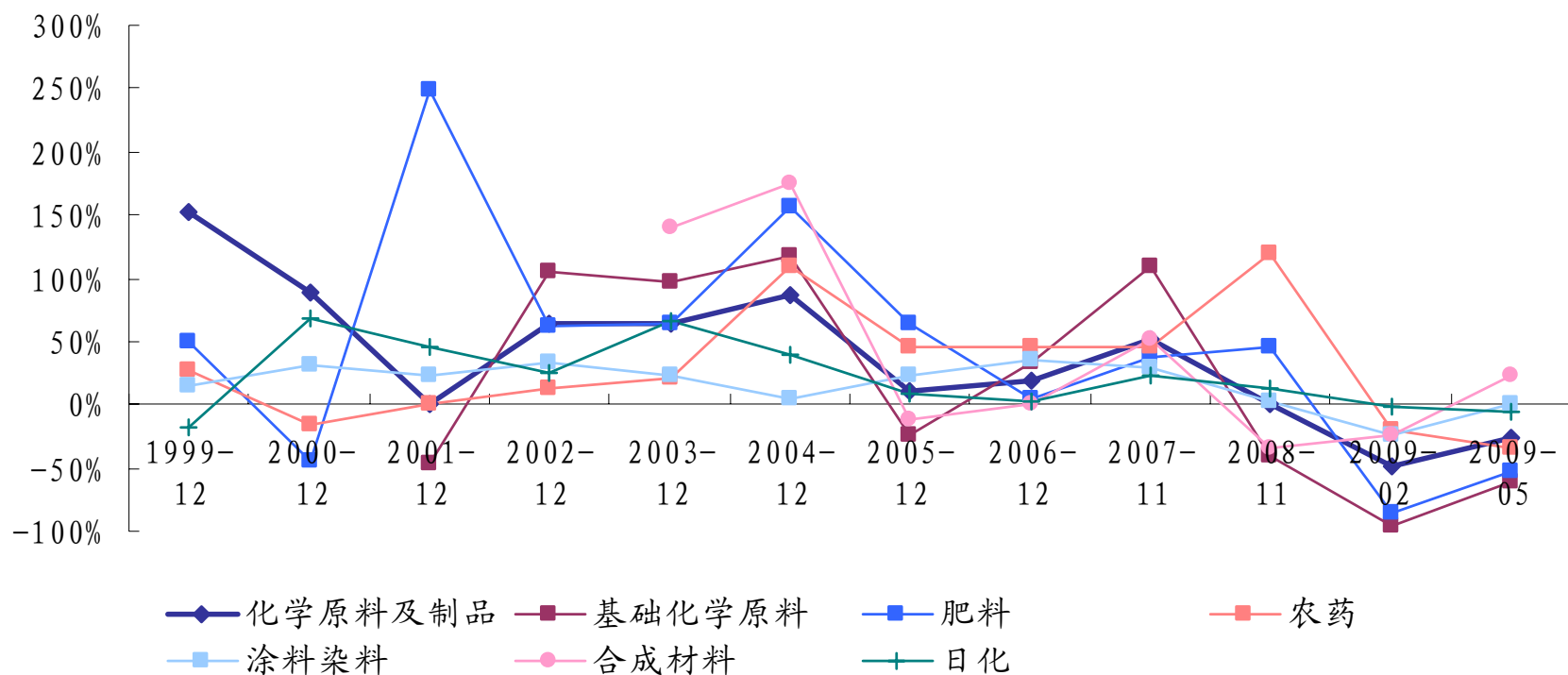
销售利润率：探底反弹

图3 化工各子行业销售利润率



利润总额增速：跌幅同比收窄

图4 化工各子行业利润总额同比增速



行业同步和滞后指标分析

(1) 收入和利润指标

(2) 价格和销量指标

价格：原油、天然气

图5 07年以来原油期货价格走势

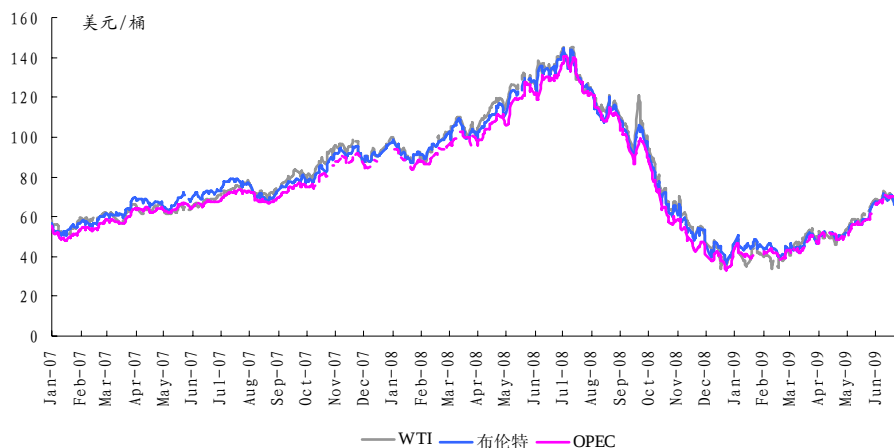
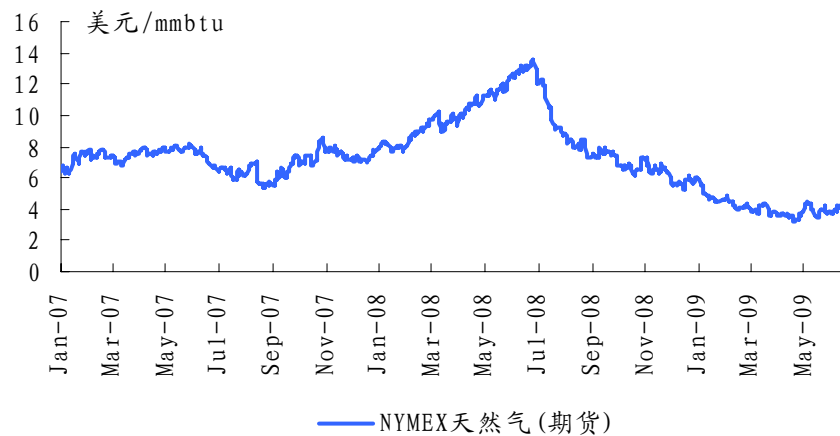


图6 07年以来国际天然气价格走势



价格： 烯烃

图7 07年以来烯烃期货价格走势

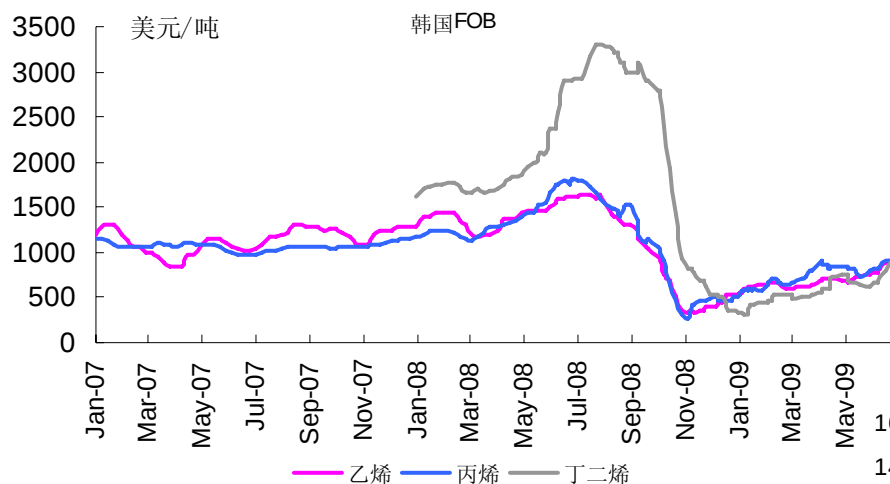
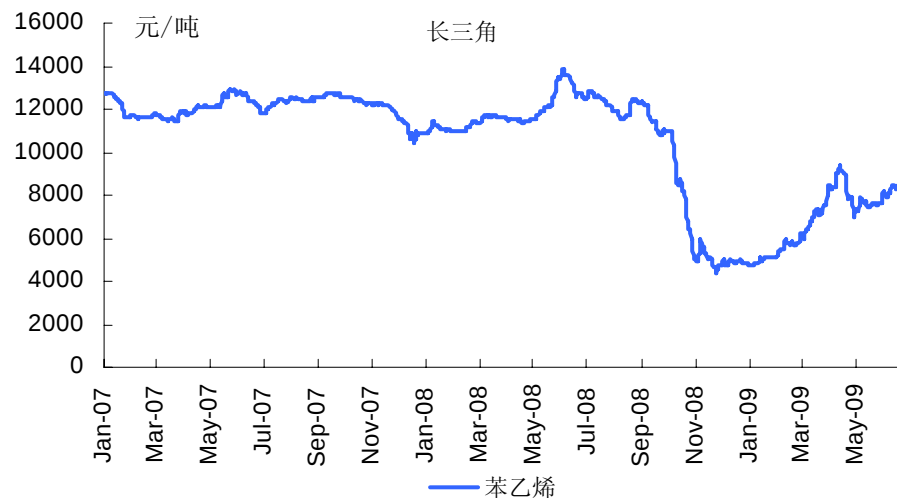


图8 07年以来长三角苯乙烯价格走势



价格与销量：氮肥

图9 06年以来国内外尿素价格

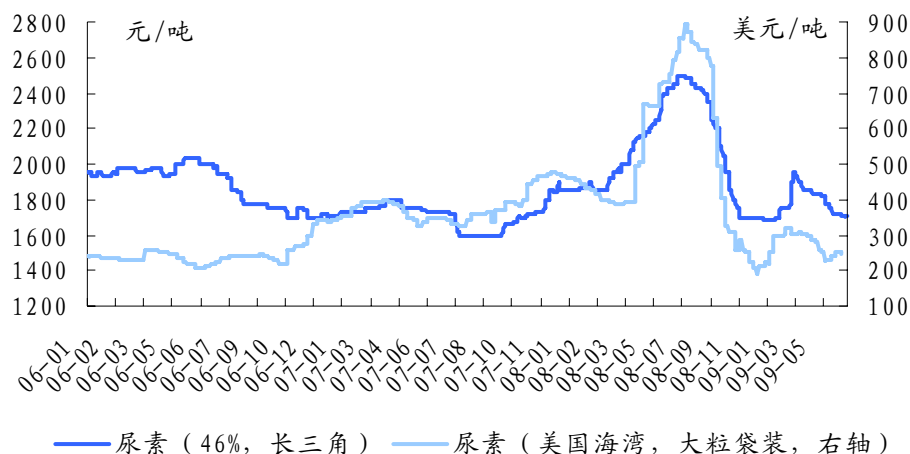
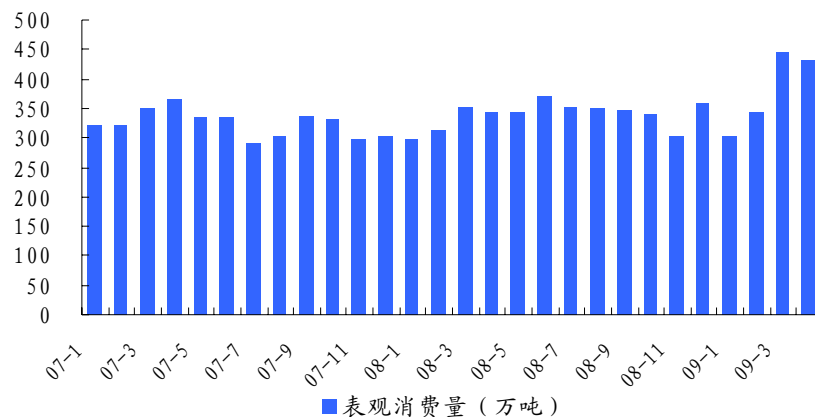


图10 06年以来氮肥表观消费量



价格与销量：磷肥

图11 06年以来国内外磷酸二铵价格

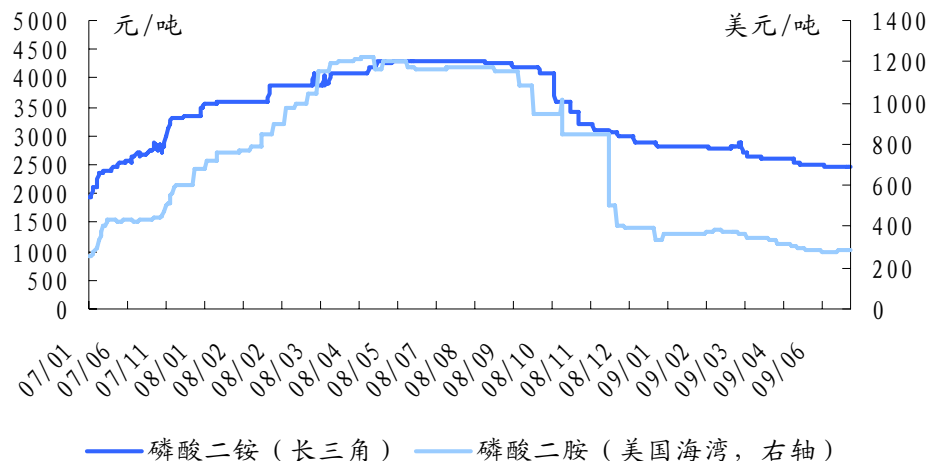
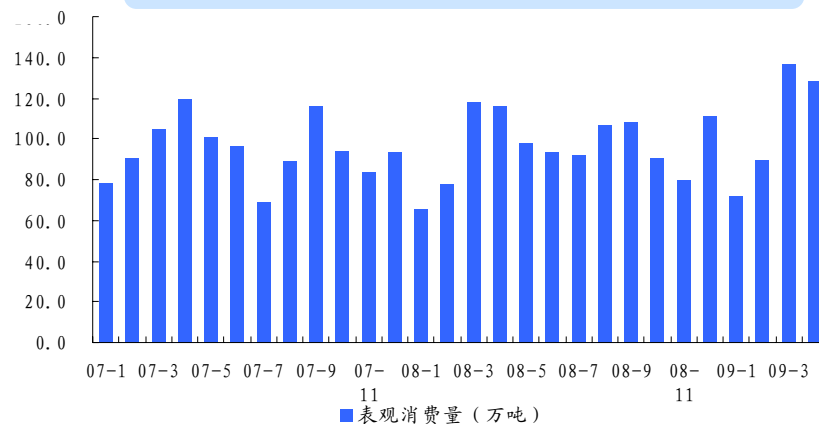


图12 06年以来磷肥表观消费量



价格与销量：钾肥

图13 06年以来国内外钾肥价格

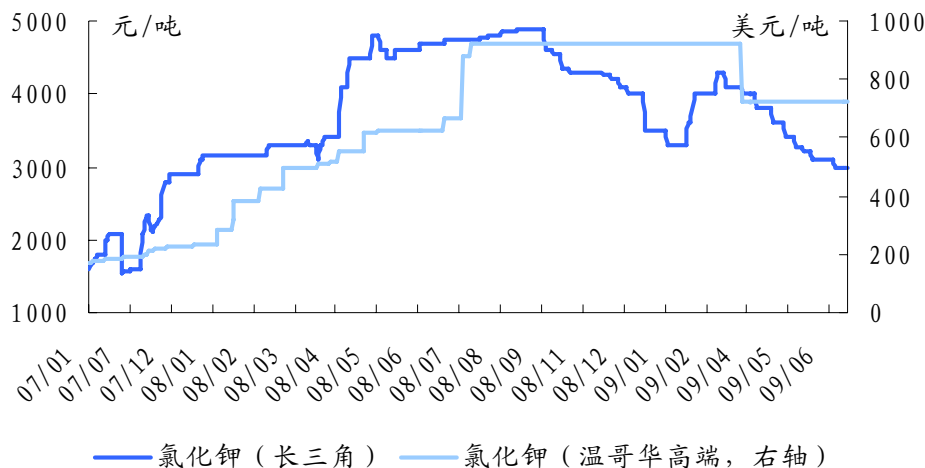
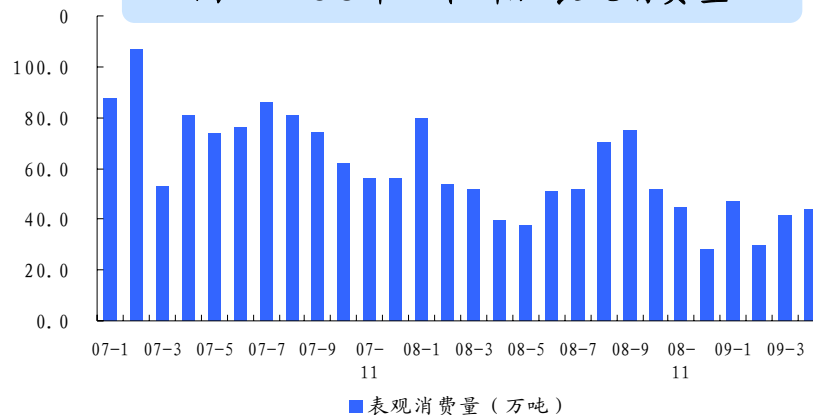
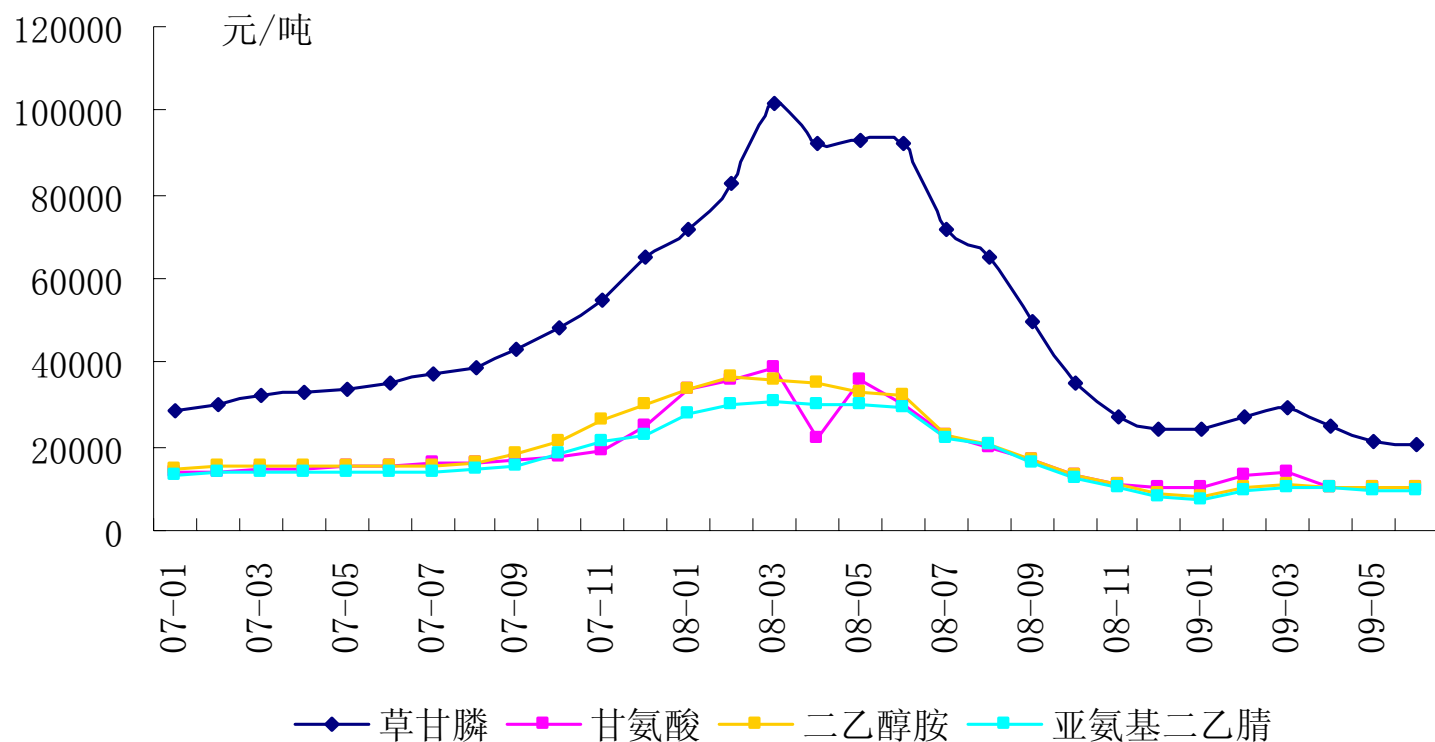


图14 06年以来钾肥表观消费量



价格：草甘膦

图15 07年以来草甘膦价格及原料走势



价格：磷化工

图16 06年以来硫磺、硫酸价格

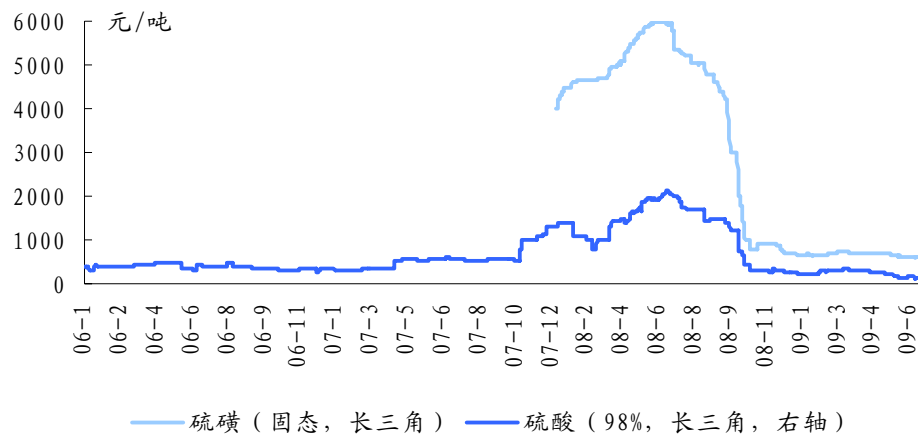
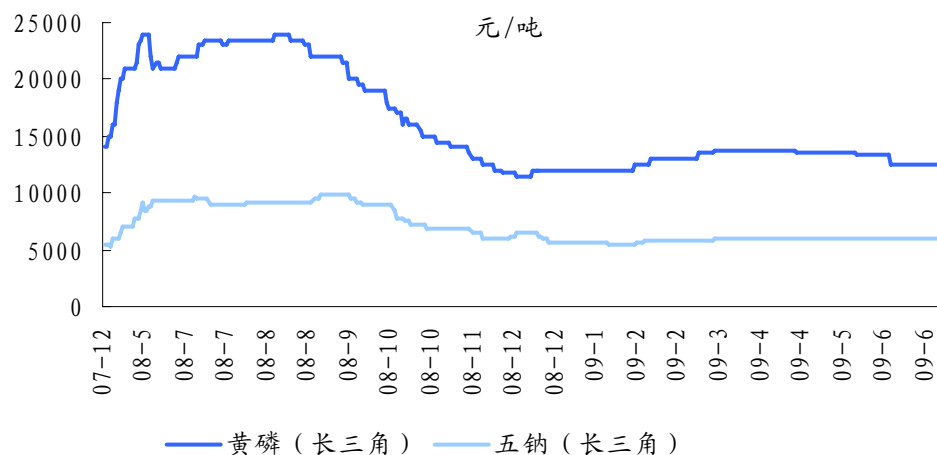


图17 07年以来黄磷、磷酸盐价格



价格：有机硅、聚氨酯

图18 06年以来DMC价格走势

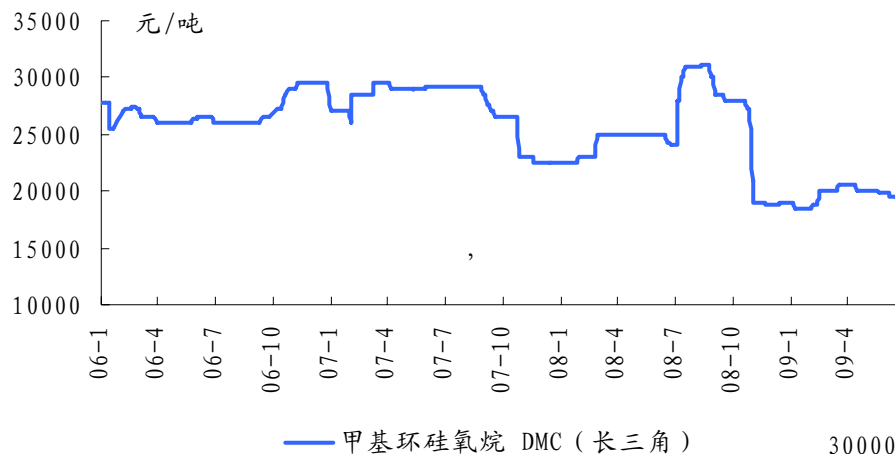
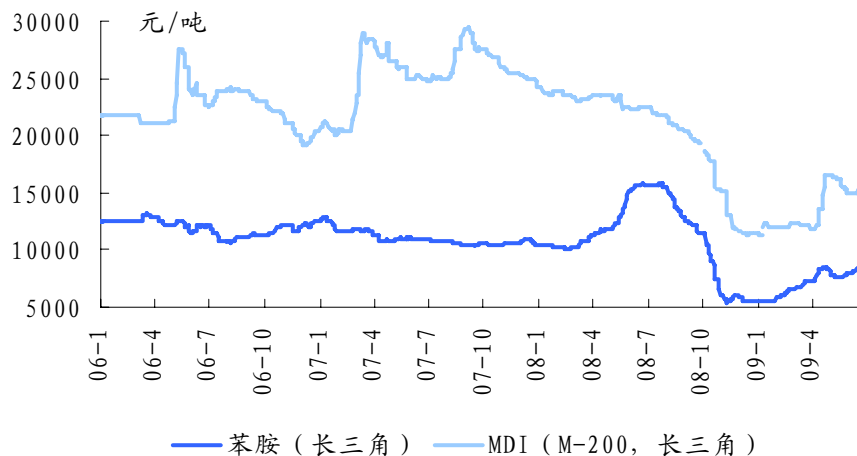


图19 06年以来苯胺、MDI价格走势



价格与销量：煤化工

图20 06年以来煤化工产品价格走势

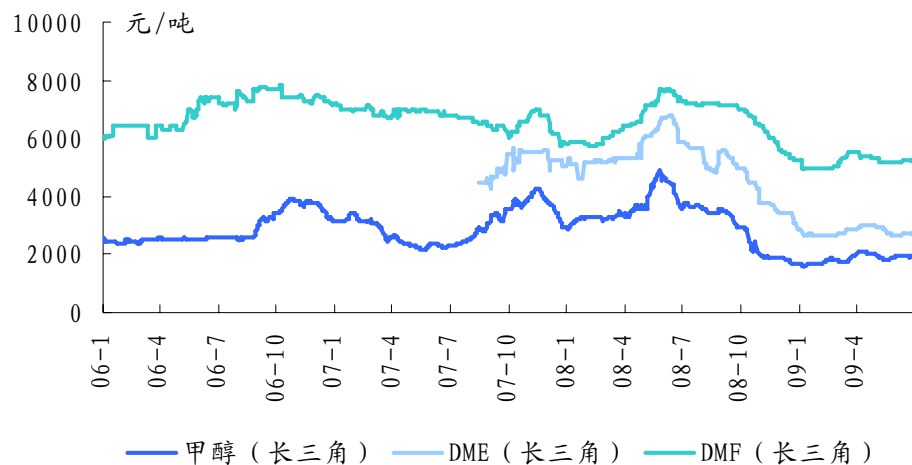
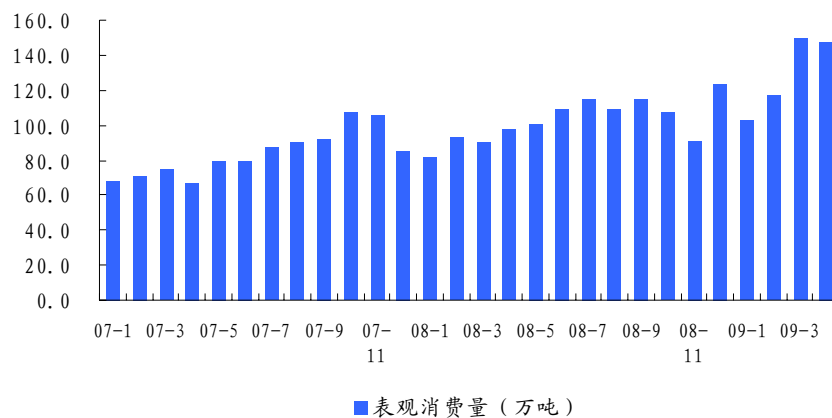


图21 07年以来甲醇表观消费量



价格与销量：醋酸及下游

图22 06年以来醋酸价格走势

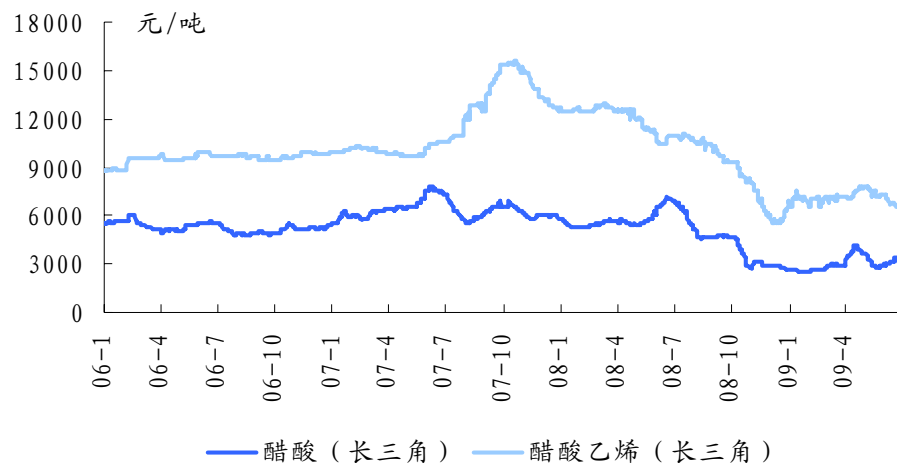
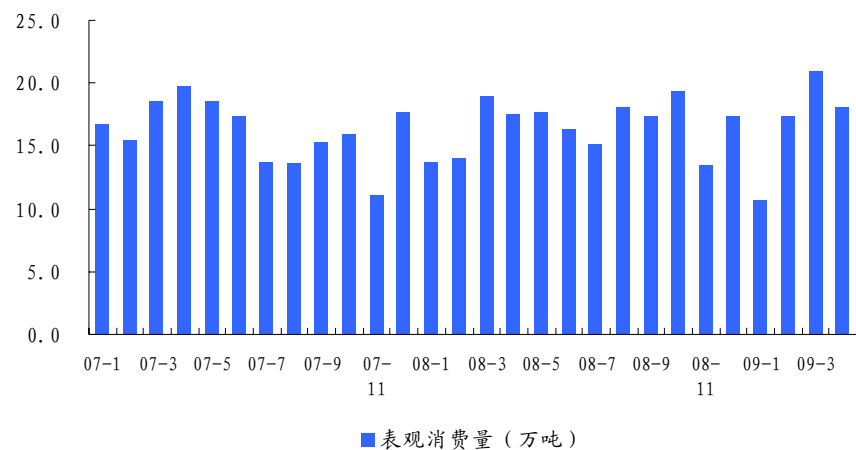
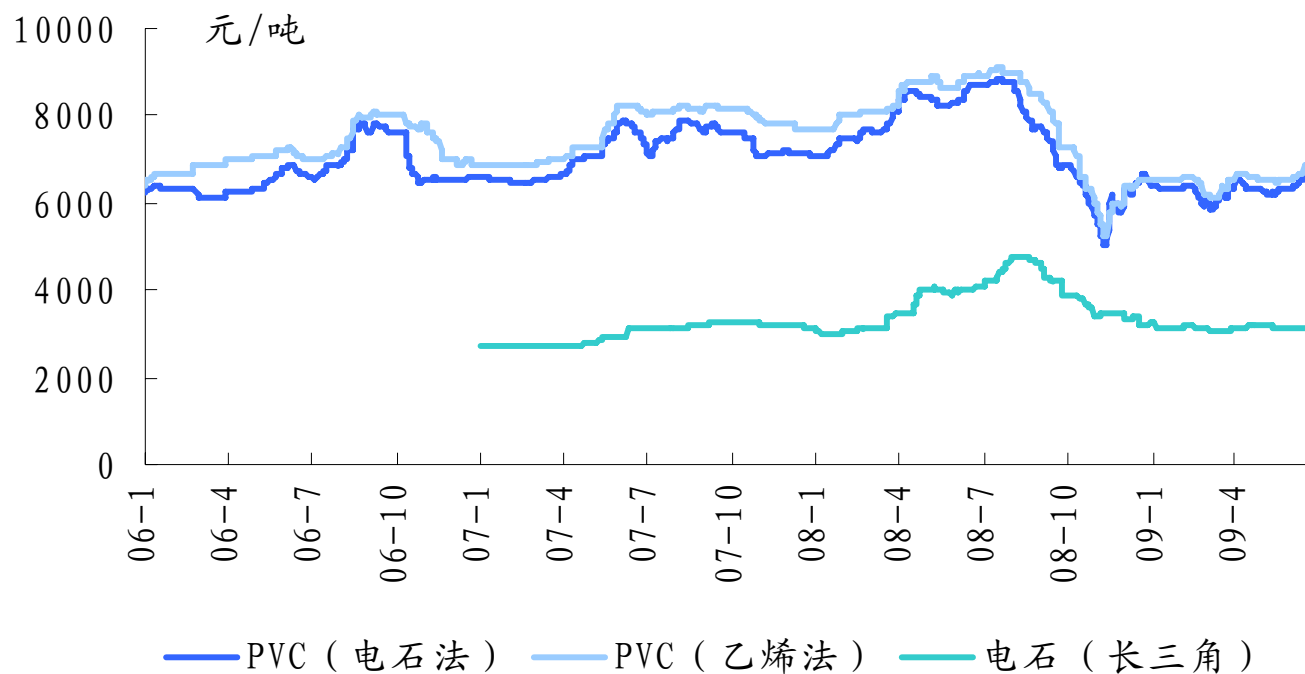


图23 07年以来醋酸表观消费量



价格：PVC

图24 06年以来PVC及原料价格走势



行业同步和滞后指标分析

(1) 收入和利润指标

(2) 价格和销量指标

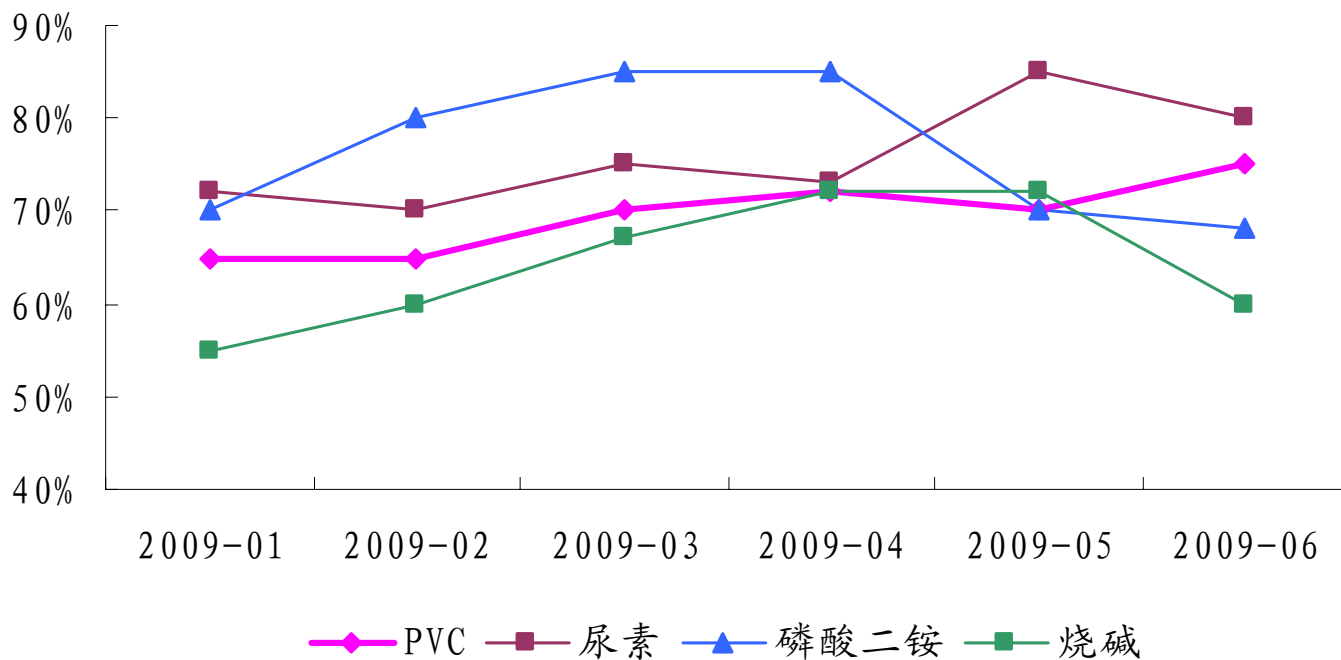
总结：从08年4季度以来，化工产品的价格总体经历了深幅暴跌（08年9-12月）——反弹（09年1-3月）——弱势盘整（09年4-6月）的3个阶段，其背后的原因是：需求收缩伴随着生产和销售渠道环节的去库存化（08年9-12月）——基本需求支持加上库存回补（09年1-3月）——企业产销量逐渐恢复而需求增长较为缓慢（09年4-6月）。

目录

- 基础化工行业概述
- 基础化工行业经营形势分析
 - 行业同步和滞后指标分析
 - 行业领先指标分析
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业下半年投资策略
- 重点推荐公司

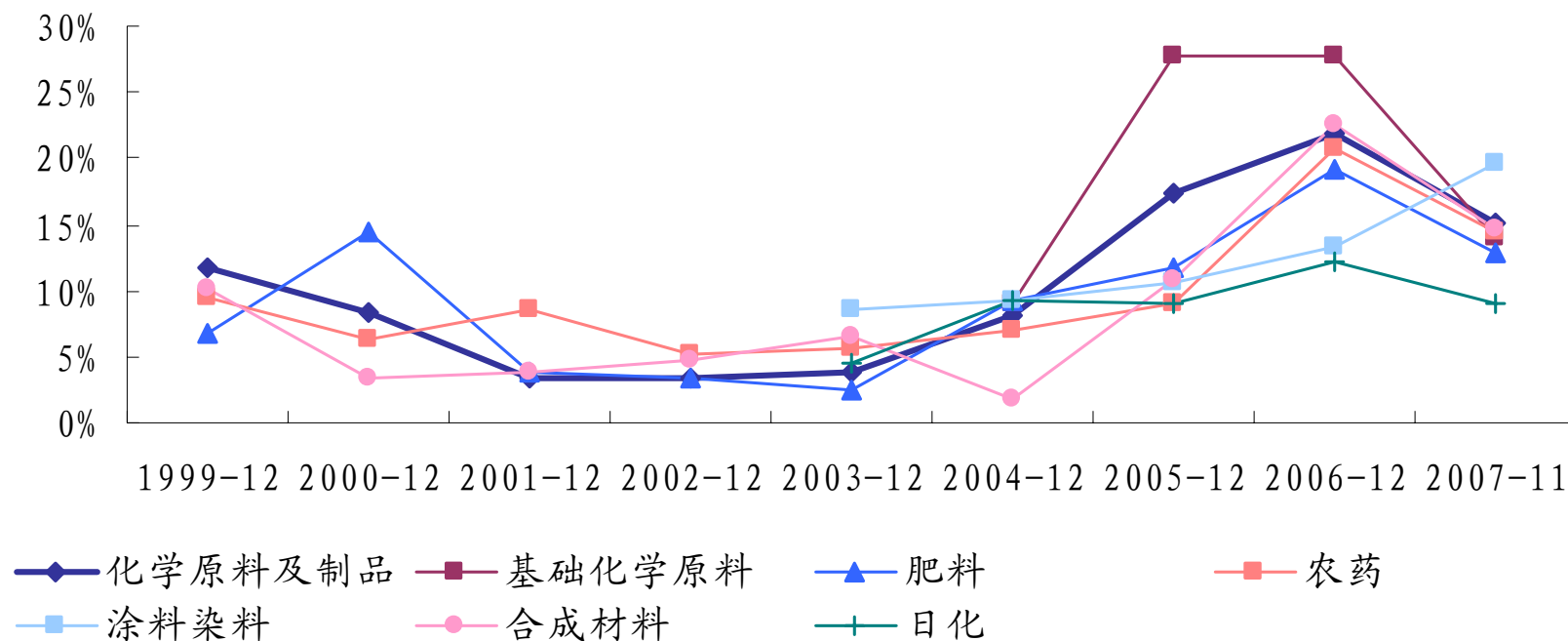
开工率：总体较年初上升，但趋势不一

图25 化工部分子行业开工率情况



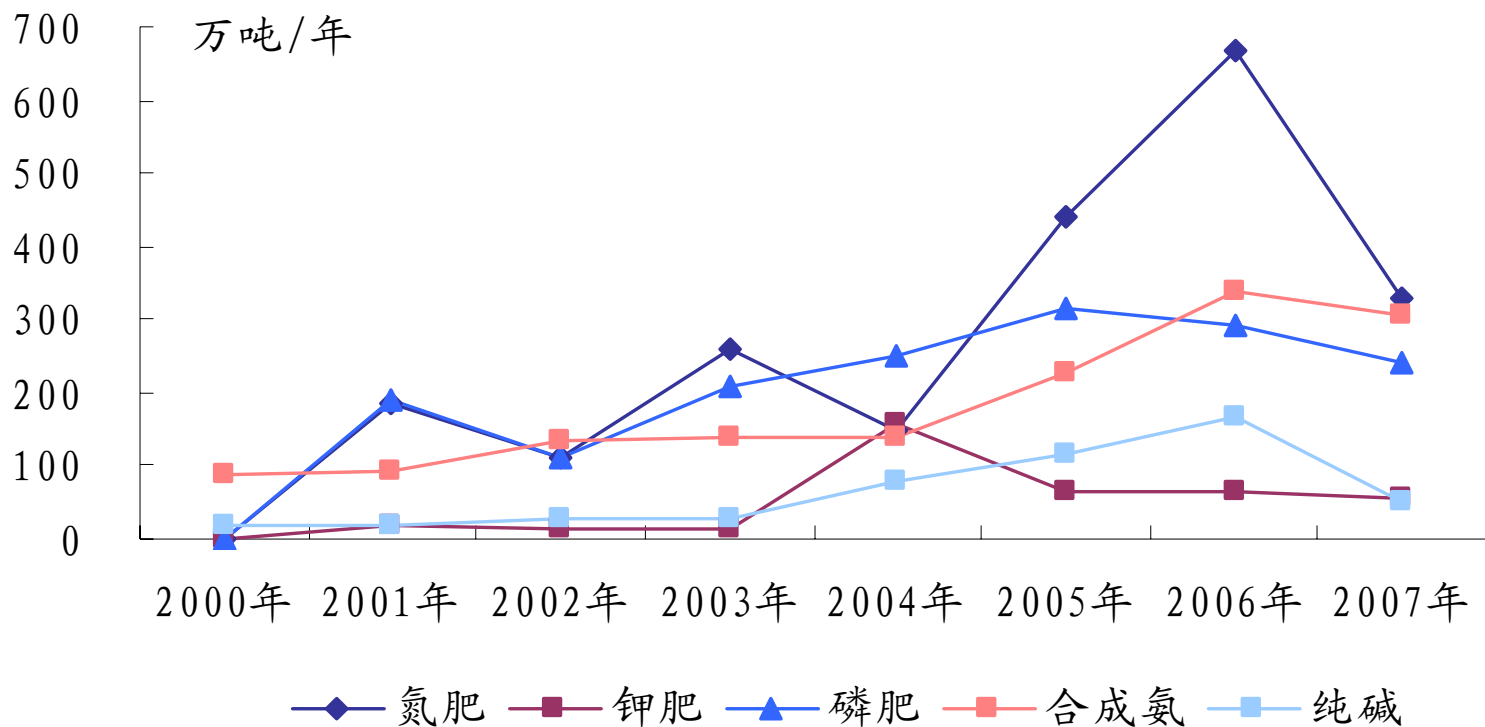
固定资产投资：05年后的大量新增产能需要消化

图26 化工各子行业固定资产投资增速



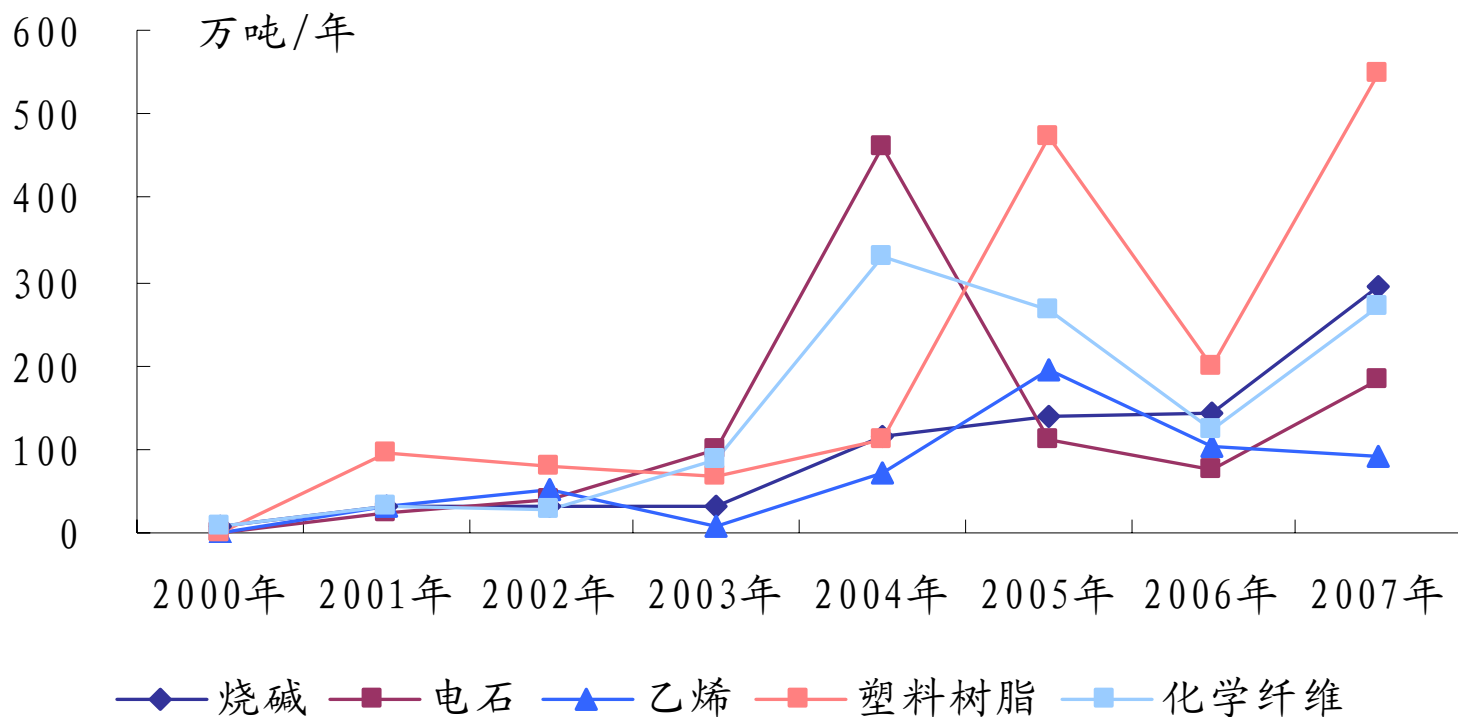
新增产能：04年起扩张迅速（1）

图27 大宗基础化工产品历年新增产能（1）



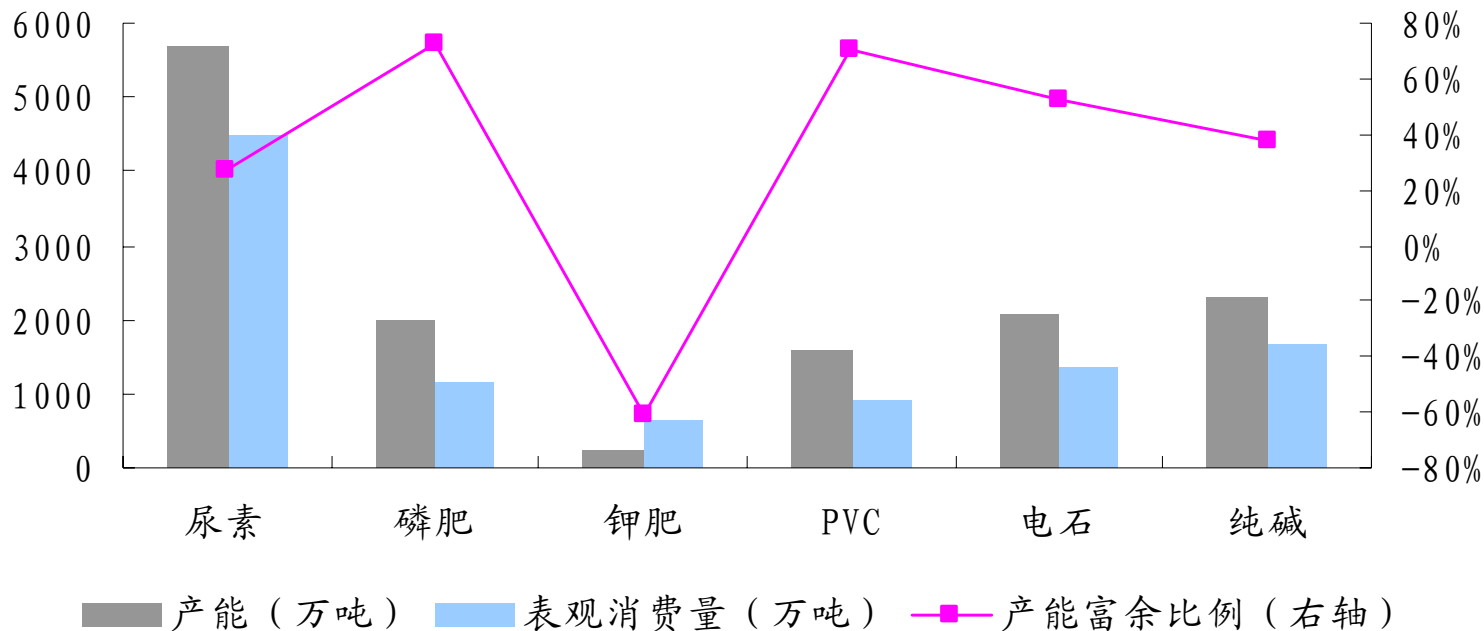
新增产能：04年起扩张迅速（2）

图28 大宗基础化工产品历年新增产能（2）



供需缺口：产能仍普遍过剩

图29 化工部分子行业供需缺口情况（2008年）



行业竞争结构与议价能力

表1 化工部分子行业长期投资吸引力分析

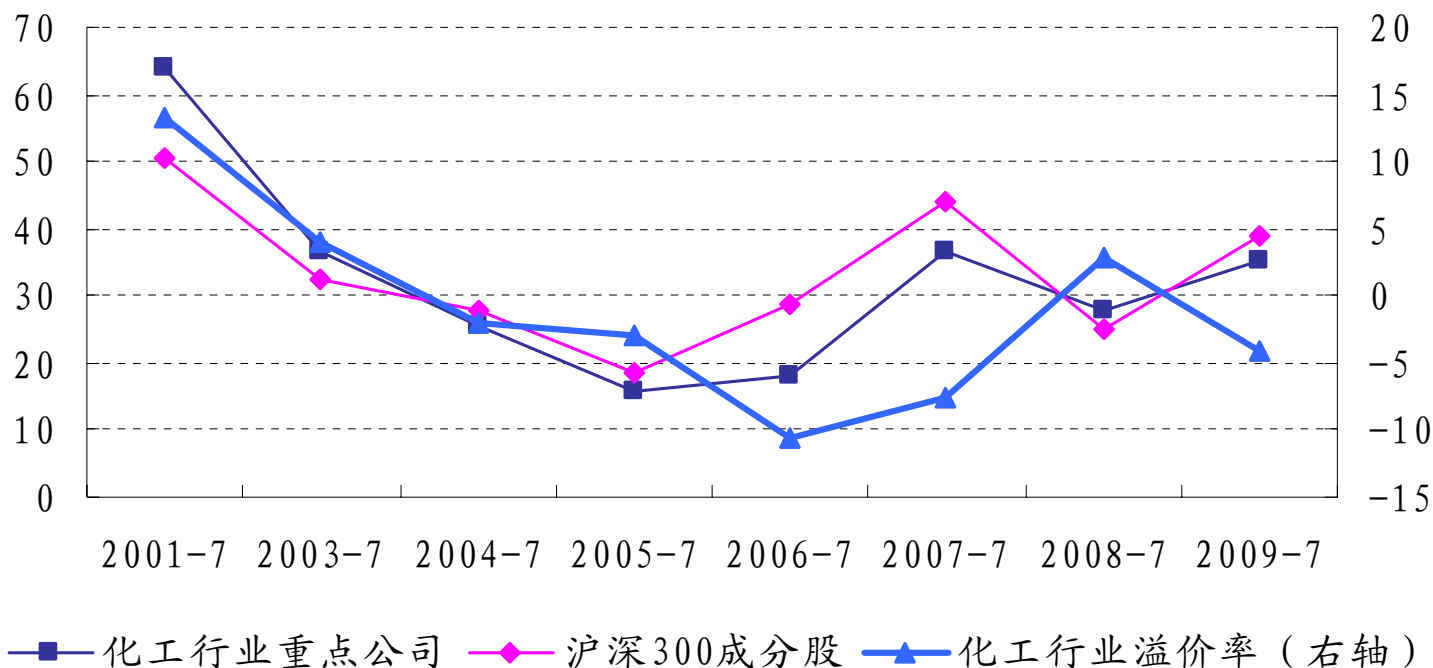
	行业集中度	竞争壁垒	上游议价能力	下游议价能力	长期吸引力
氮肥	低	中（技术、规模）	较弱	中（政策限制）	☆☆
磷肥	低	中（资源）	弱（硫磺）	中（政策限制）	☆☆
钾肥	高	高（资源）	-	强	☆☆☆
农药	低	较高（技术）	中	较强	☆☆☆
染料	高	较高（技术、规模）	中	较强	☆☆
聚氨酯	高	高（技术）	中	较强	☆☆☆
有机硅	高	较高（技术）	较强	较强	☆☆☆
磷化工	中	较高（技术）	中	中	☆☆
化纤	低	较低	弱	中	☆
纯碱	较高	低	中	中	☆
PVC	低	较低（资源）	中	中	☆

目录

- 基础化工行业概述
- 基础化工行业经营形势分析
 - 行业同步和滞后指标分析
 - 行业领先指标分析
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业下半年投资策略
- 重点推荐公司

估值：PE及溢价率

图30 化工行业历年PE及其溢价率

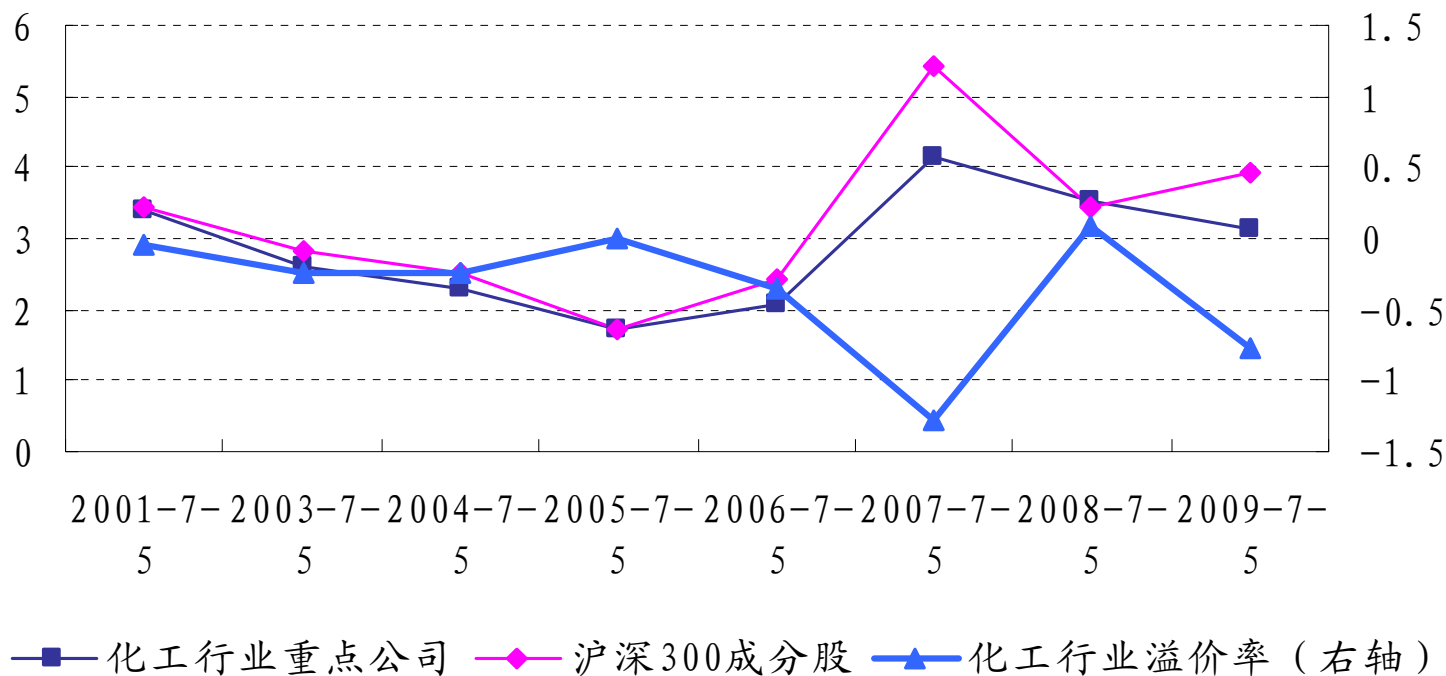


■ 化工行业PE 处于历史中高水平，但估值溢价率处于中低水平

■ 一致预测：09年收入增长率7.8%；净利润增长率7.2%；基于09年EPS的PE为25.7倍

估值：PB及溢价率

图31 化工行业历年PB及其溢价率



■ 化工行业PB 处于历史中高水平，但溢价率处于较低水平

目录

- 基础化工行业概述
- 基础化工行业经营形势分析
 - 行业同步和滞后指标分析
 - 行业领先指标分析
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业下半年投资策略
- 重点推荐公司

化工行业基本判断

- 行业调整最为剧烈的阶段已于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

基础化工行业下半年投资策略（1）

■ 复苏先导型行业

- 房地产相关：PVC、有机硅
- 汽车相关：改性塑料
- 纺织相关：染料助剂、粘胶、氨纶
- 农化：农药、钾肥、氮肥

□ 政策性影响：低碳经济

□ 长期投资机会：成长性子行业 + 高竞争壁垒公司

下游1： 房地产复苏趋势明朗

图32 房地产投资额低位回升

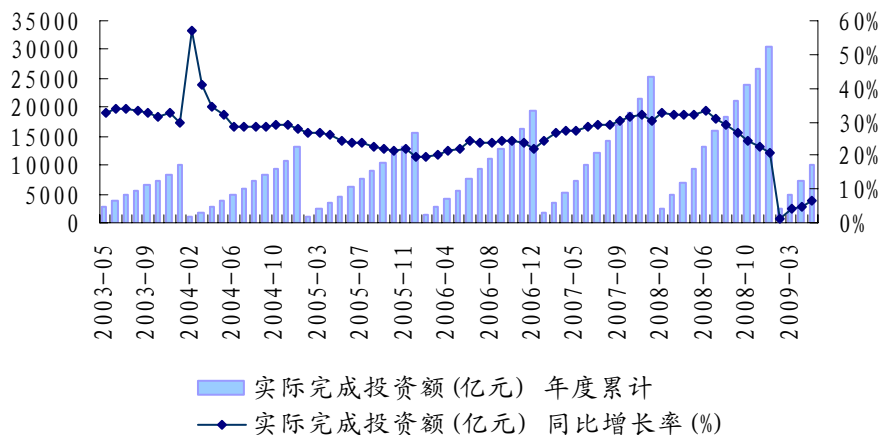
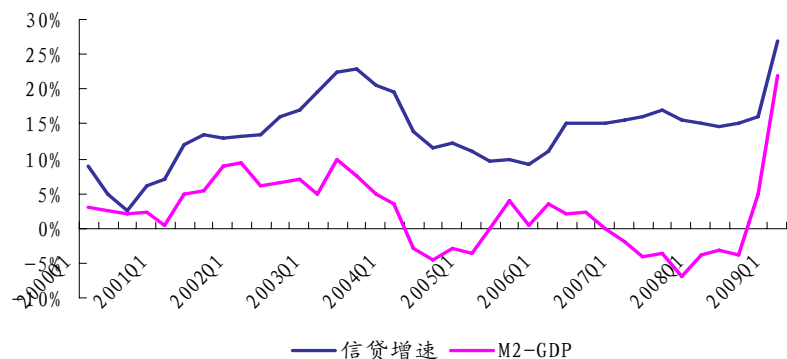


图33 房地产开工面积下降放缓

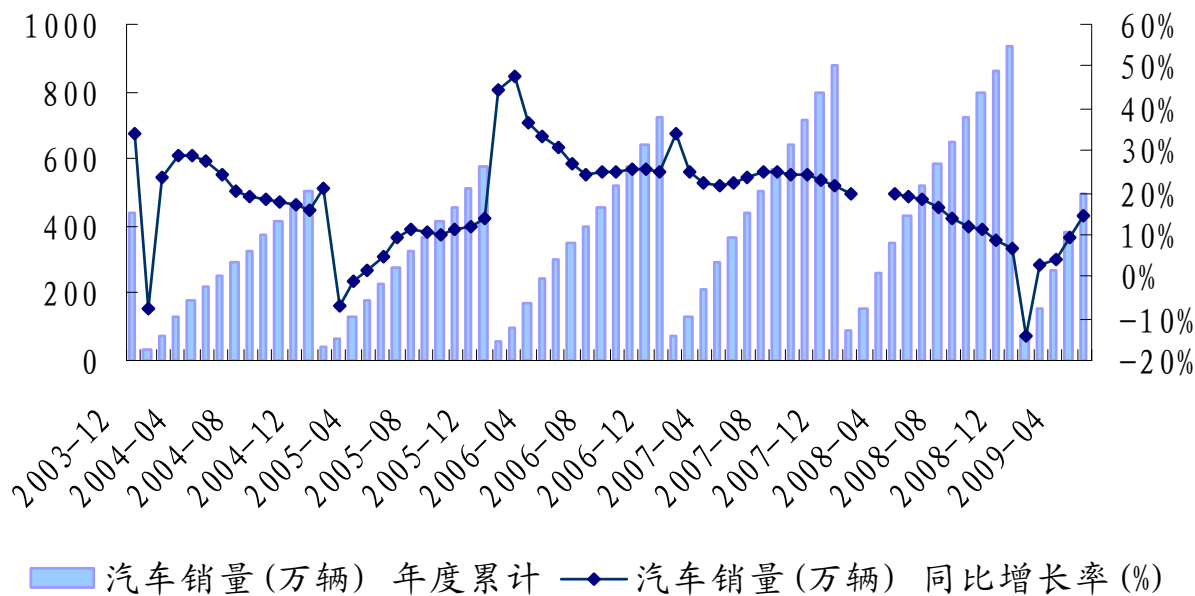


图34 国内信贷快速增长



下游2：汽车销量强劲增长

图35 09年以来汽车销量强劲增长



下游3：纺织行业较先企稳

图36 09年以来国内纱产量回升

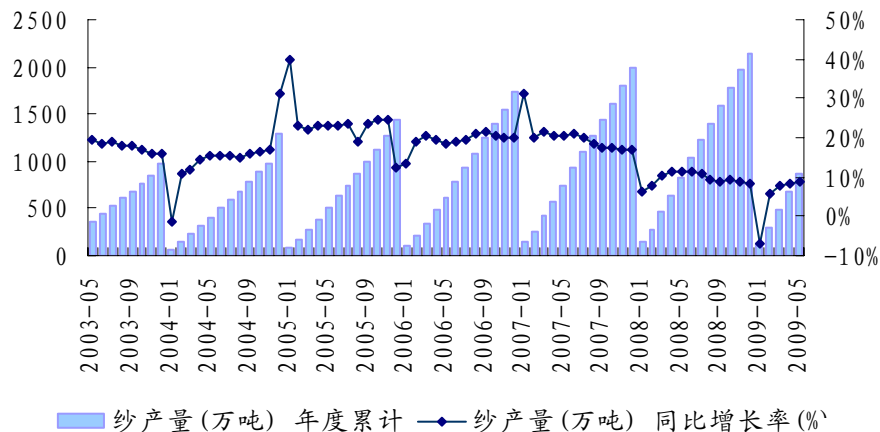
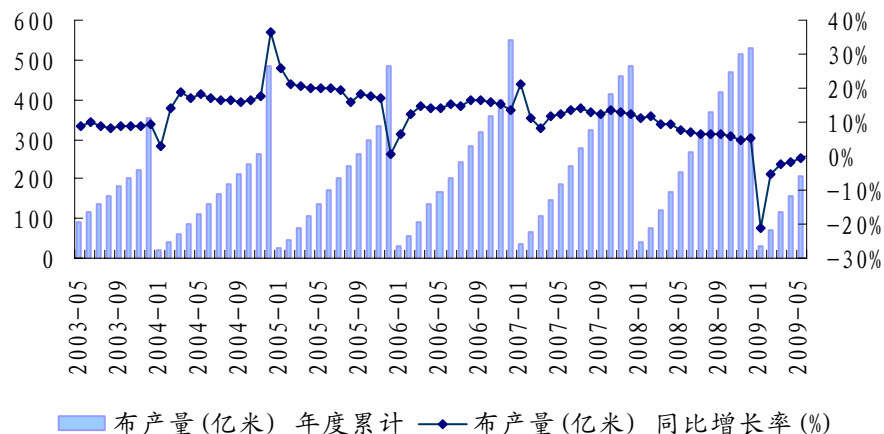


图37 09年以来国内布产量企稳



下游4：国际农化需求有望恢复性增长

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

基础化工行业下半年投资策略（2）

□ 复苏先导型行业

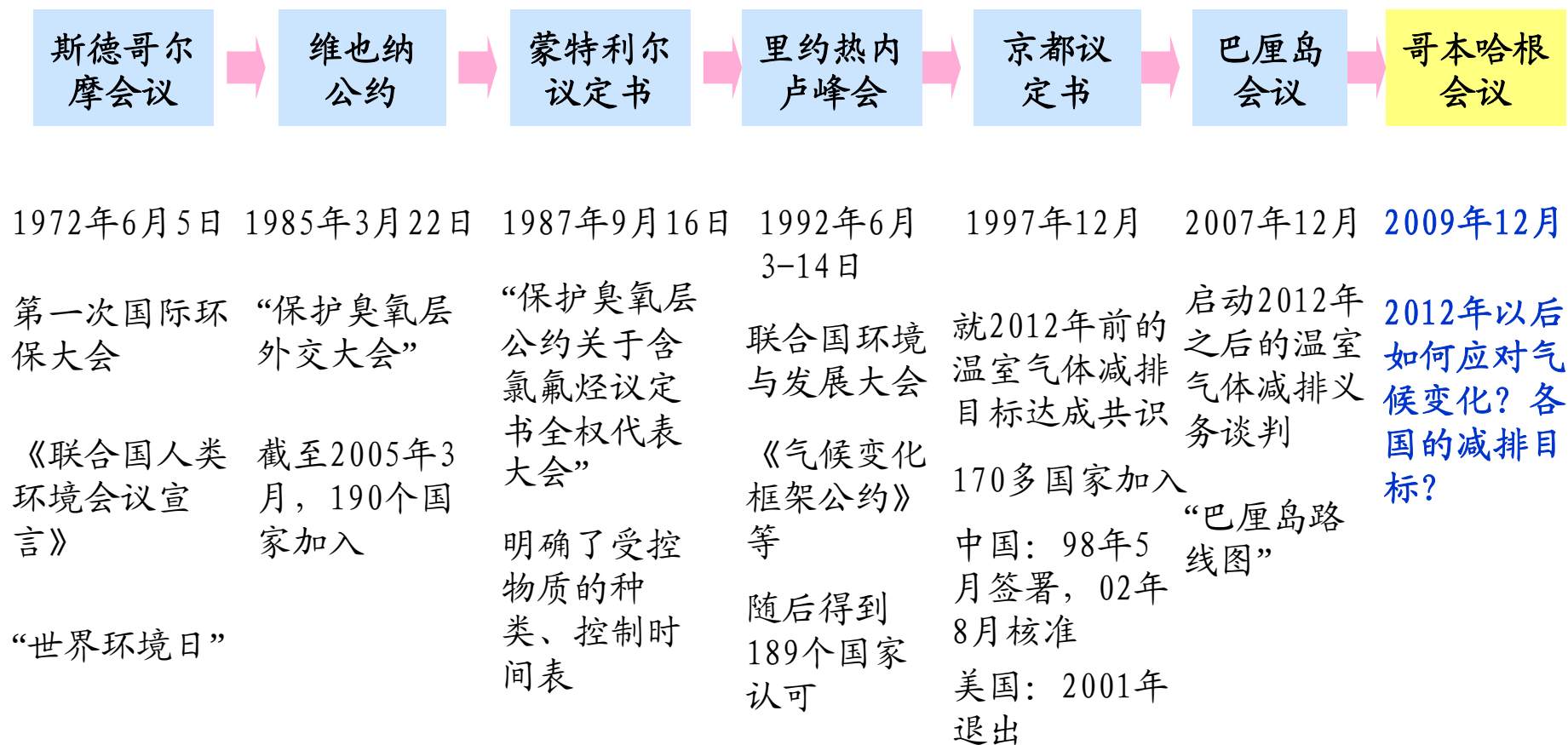
- 房地产相关：PVC、有机硅
- 汽车相关：改性塑料
- 纺织相关：染料助剂、粘胶、氨纶
- 农化：农药、钾肥、氮肥

■ 政策性影响：低碳经济

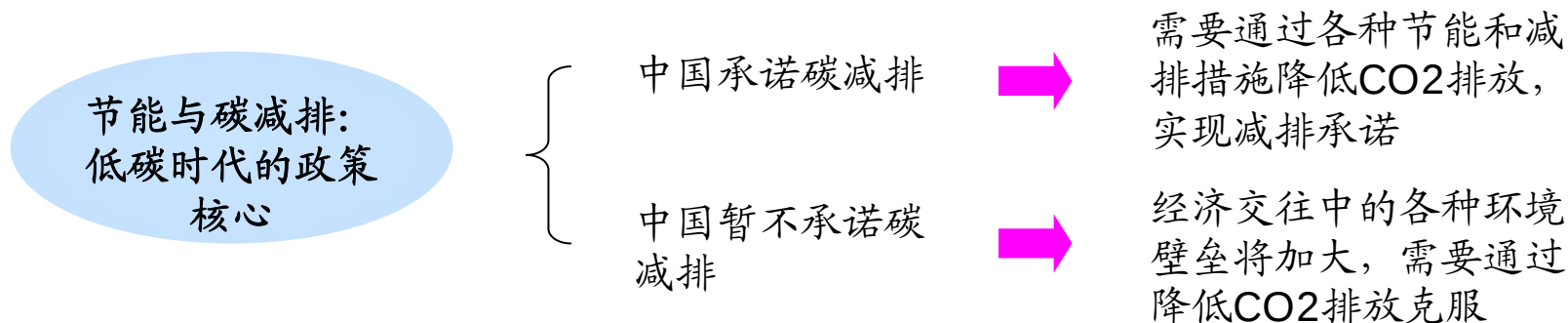
□ 长期投资机会：成长性子行业 + 高竞争壁垒公司

政策性影响：低碳经济

图38 全球应对气候变化行动主要历程



低碳时代的中国能源环保政策预期



已出台政策

- 《节能减排综合性工作方案》
(2007.06.03)
- 持续下调“两高一资”产品的出口退税，加征关税(2007年起)
- 《石化产业调整和振兴规划》：淘汰落后产能，优化产业布局(2009.05.18)
- 《新能源产业振兴和发展规划》，制订中

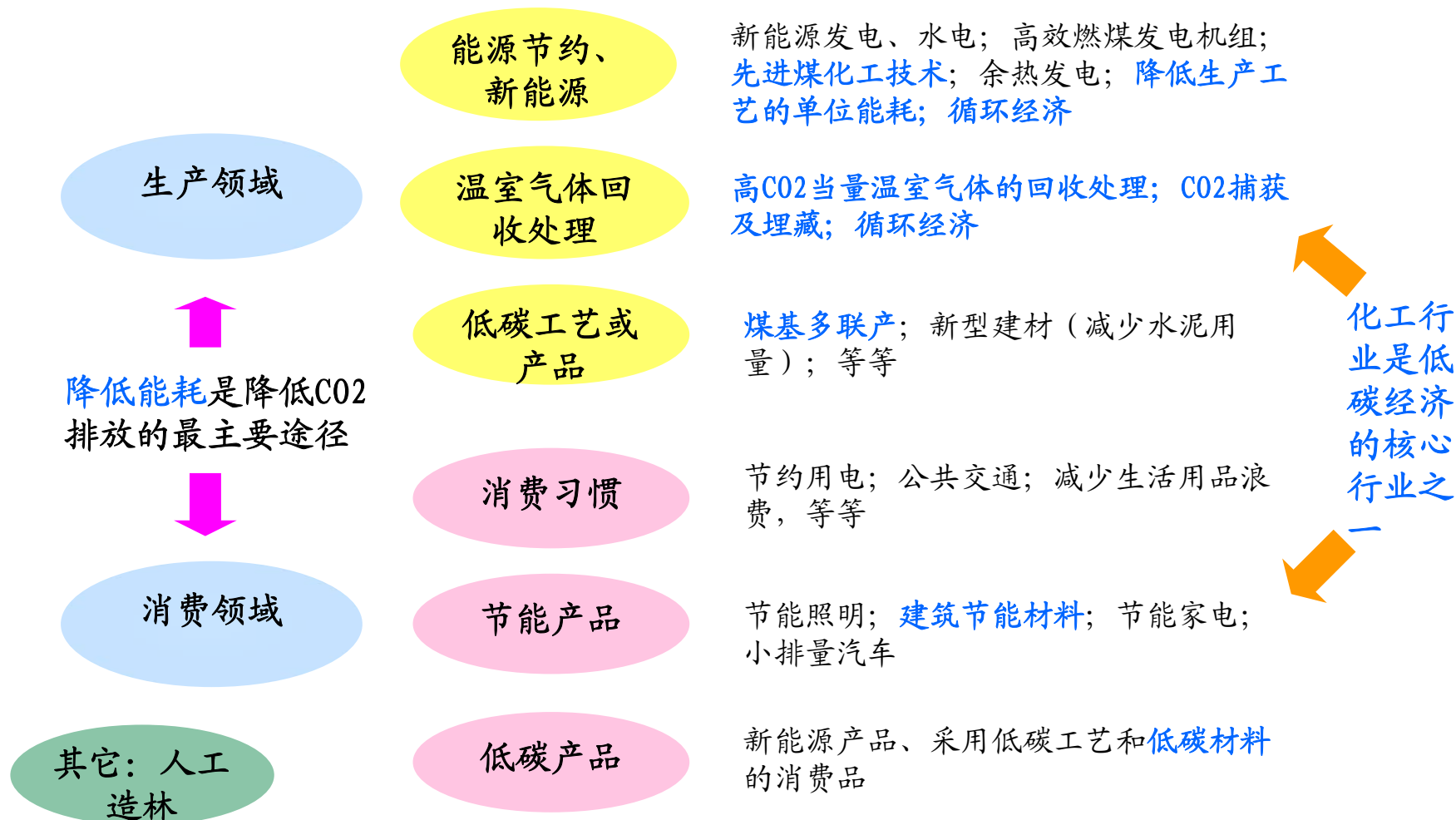
.....

未来政策猜想

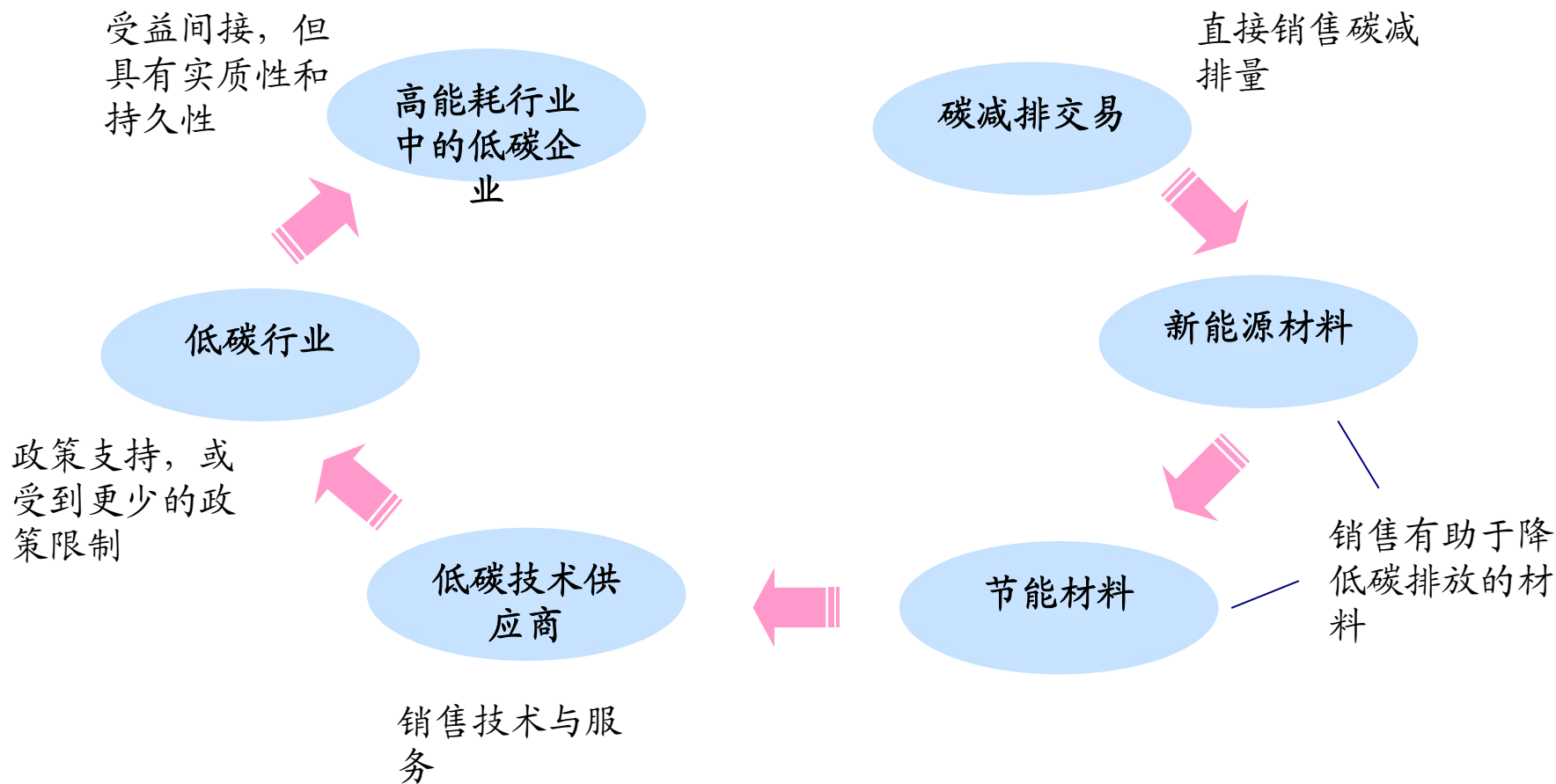
- 加大对节能减排优势企业的支持力度，**加速落后产能的淘汰**
- 通过**补贴和税收优惠**等手段，大力推广节能产品
- 企业的**综合能耗和碳排放量**成为行业重要准入门槛
- 启动**国内碳减排交易市场**

.....

降低CO₂排放的途径



低碳经济下的化工行业投资路线



基础化工行业下半年投资策略（3）

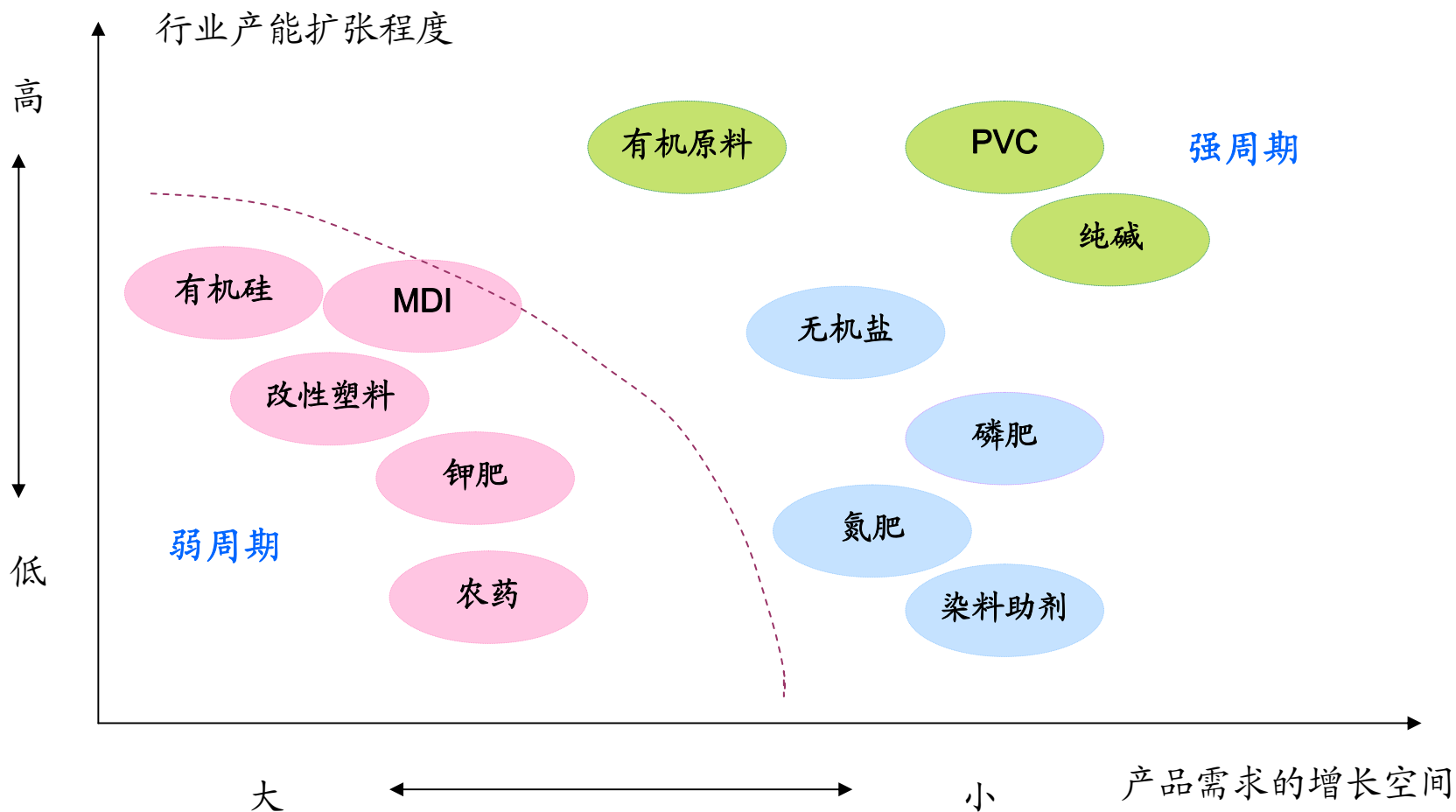
□ 复苏先导型行业

- 房地产相关：PVC、有机硅
- 汽车相关：改性塑料
- 纺织相关：染料助剂、粘胶、氨纶
- 农化：农药、钾肥、氮肥

□ 政策性影响：低碳经济

■ 长期投资机会：成长性子行业 + 高竞争壁垒公司

子行业的成长性与周期性



高竞争壁垒品种：风雨之后更强大

谁能成为胜出者？

基本条件：

- 良好的资产质量；
- 充裕的现金、顺畅的融资渠道；
- 低或适度的财务杠杆；
- 行业景气高涨期没有过度的产能扩张
- 可持续的盈利能力

核心条件：高竞争壁垒

表现形式：

■ 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

目录

- 基础化工行业概述
- 基础化工行业经营形势分析
 - 行业同步和滞后指标分析
 - 行业领先指标分析
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业下半年投资策略
- 重点推荐公司

新安股份（600596）：行业低谷际，扩张起步时

- ❑ 新安股份以资源循环利用构筑强大竞争壁垒，在草甘膦和有机硅两大业务领域都建立了明显领先对手的竞争优势，并通过前瞻性的产业布局持续强化自身的优势
- ❑ 09年下半年起，有机硅多个技术领先项目陆续投产，进一步占领有机硅行业竞争制高点
- ❑ 预计09、10、11年EPS分别为1.70、2.76和3.58元，投资评级：强烈推荐
- ❑ 风险提示：行业竞争加剧风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	721922	430340	613875	745474
净利润（万元）	169010	48607	79115	102653
净利润增长率（%）	239.7	-71.2	62.8	29.8
EPS（元）	5.89	1.70	2.76	3.58

华鲁恒升（600426）：自主创新铺就成长之路

- ❑ 技术和管理一流的化肥及化工企业，依托自主创新持续降低成本，碳减排背景下华鲁的低能耗优势更为突出，未来有望通过复制技术和管理实现进一步成长
- ❑ 即使行业景气下滑，华鲁恒升保持领先对手的成本优势和经营稳健性这两点不会改变
- ❑ 预计09、10、11年EPS分别为0.84、1.11和1.40元，投资评级：推荐
- ❑ 风险提示：DMF和醋酸业务景气度持续低迷的风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	344366	400900	487600	573200
净利润（万元）	37690	41622	54821	69311
净利润增长率（%）	15.8	10.4	31.7	26.4
EPS（元）	0.76	0.84	1.11	1.40

扬农化工（600486）：转型初见成效，长期成长清晰

- 依托丰富的技术储备和广泛的客户关系，扬农正由单一的菊酯厂商向综合性农药企业转型
- 卫生菊酯核心地位不变，农用菊酯和除草剂是09年业绩增长点，草甘膦成本加毛利定价模式化解经营风险，2010年起，杀菌剂加入业绩增长动力行列
- 预计09、10、11年EPS分别为1.80、2.29和2.84元，投资评级：推荐
- 风险提示：公共关系未理顺影响项目进度风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	210305	230240	297445	366895
净利润（万元）	18305	21046	26809	33203
净利润增长率（%）	81.9	15.0	27.4	23.9
EPS（元）	1.56	1.80	2.29	2.84

诺普信（002215）：农药制剂市场空间远大

- ❑ 农药制剂龙头，产品线最为完整，生产、研发与营销体系紧密结合，构成强大竞争优势
- ❑ 农药市场本身的增长加上市场份额正在迅速扩大，企业成长空间广阔
- ❑ 预计09、10、11年EPS分别为0.67、1.00和1.43元，投资评级：推荐
- ❑ 风险提示：企业高速扩张之际管理能力未能及时跟上的风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	106592	149614	219521	310048
净利润（万元）	9172	13553	20309	28908
净利润增长率（%）	44.5	47.8	49.9	42.3
EPS（元）	0.45	0.67	1.00	1.43

浙江龙盛（600352）：内生与外延增长并举

- 规模优势、一体化布局和全面的技术优势使得公司成为染料行业最具竞争优势的企业
- 通过购并整合等途径实现精细化工产业链的延伸是长期战略，并已取得阶段性进展
- 预计09、10、11年EPS分别为0.41、0.53和0.65元，投资评级：推荐
- 风险提示：下游纺织印染行业景气复苏迟于预期的风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	422541	457850	628000	747350
净利润（万元）	47047	54310	69796	85334
净利润增长率（%）	21.3	15.4	28.5	22.3
EPS（元）	0.36	0.41	0.53	0.65

德美化工（002054）：主业优势扩大，参股企业高速增长

- ❑ 主营纺织印染助剂，在行业低迷之际积极调整，市场占有率和议价能力提高，并为下一轮发展打下良好基础；
- ❑ 产业投资成效显著，特别是参股10%的奥克化学和参股30%的尤特尔生化，作为各自产业领域的领先企业，收入和利润处于高速增长阶段；
- ❑ 预计09、10、11年EPS分别为0.83、0.98和1.19元，投资评级：推荐
- ❑ 风险提示：纺织印染助剂行业持续低迷的风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	87258	88195	98876	114909
净利润（万元）	9825	11155	13182	15874
净利润增长率（%）	-17.2	13.5	18.2	20.4
EPS（元）	0.73	0.83	0.98	1.19

红宝丽（002165）：成长行业的优势企业

- ❑ 精细化工细分领域的领先者，在聚氨酯硬泡组合聚醚和异丙醇胺领域，分别构建了领先同行的竞争优势；
- ❑ 建筑节能的需求有望成为硬泡组合聚醚未来新的增长动力，异丙醇胺的出口和国内市场正处于高速成长期；
- ❑ 预计09、10、11年EPS分别为0.66、0.82和1.00元，投资评级：推荐
- ❑ 风险提示：异丙醇胺竞争趋于激烈的风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	88990	103125	135780	169425
净利润（万元）	6705	10342	12908	15830
净利润增长率（%）	20.1	54.2	24.8	22.6
EPS（元）	0.43	0.66	0.82	1.00

烟台万华（600309）：行业壁垒仍在，建筑保温潜力巨大

- 依托持续的技术研发和自主创新构筑强大竞争优势。虽然亚太地区MDI产能的扩大对价格形成压力，但寡头垄断的行业格局确保竞争激烈程度有限
- 09年行业形势虽然尚处于低谷，但在碳减排压力下，政策面推广建筑保温的可能性大增，建筑保温市场有望成为新的增长引擎
- 预计09、10、11年EPS分别为0.72、0.90和1.20元，投资评级：推荐
- 风险提示：建筑节能政策进度不确定的风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	770439	798473	1013420	1292083
净利润（万元）	150974	119032	150109	199301
净利润增长率（%）	1.5	-21.2	26.1	32.8
EPS（元）	0.91	0.72	0.90	1.20

丹化科技（600844）：煤制乙二醇前景广阔

- ❑ 公司拥有全球首创的煤制乙二醇技术，生产主要原料褐煤来自当地，价格低廉，乙二醇综合成本相当于25美元/桶左右的石油路线产品；
- ❑ 我国08年乙二醇消费量超过700吨，目前74%以上的产品需要进口。随着中长期油价上涨，公司有望在2010年后迎来爆发式的增长；
- ❑ 预计09、10、11年EPS分别为0.17、0.84和1.27元，投资评级：推荐
- ❑ 风险提示：开工进度和效果低于预期的风险

业绩预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	49000	63300	151300	215000
净利润（万元）	1600	8400	51100	87200
净利润增长率（%）	-78.2	298.6	386.2	51.8
EPS（元）	0.05	0.17	0.84	1.27

重点公司盈利预测

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
浙江龙盛	8.13	0.36	0.41	0.53	0.64	22.6	19.8	15.3	12.7	推荐
德美化工	17.59	0.73	0.83	0.98	1.19	24.1	21.2	17.9	14.8	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
丹化科技	20.99	0.06	0.17	0.84	1.27	349.8	123.5	25.0	16.5	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
兴发集团	15.13	1.17	0.60	0.89	1.08	12.9	25.2	17.0	14.0	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
中化国际	12.45	0.49	0.50	0.67	0.84	25.4	24.9	18.6	14.8	推荐
东华科技	26.00	0.65	0.90	1.03	1.20	40.0	28.9	25.2	21.7	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

欢迎交流

兴业证券研发中心 郑方镡 方磊

zhengfb@xyzq.com.cn
(021) 38565947