

方正证券研究中心

化工行业分析师：张正华

TEL: (86731) 85832272

E-mail: zhangzh@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

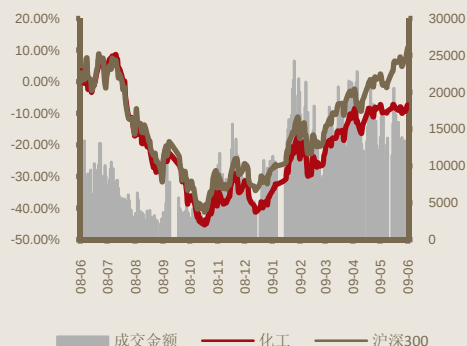
TEL: (86571) 87782600

E-mail: wujialei@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	174
总股本(亿股)	1646.27
销售收入(亿元)	18710.91
利润总额(亿元)	332.07
行业平均 PE	30.63
平均股价(元)	11.07

历史表现



相关研究

《化工行业 2009 年投资策略》

基础化工行业2009年中期投资策略

行业研究·中期策略
2009.7.21 中性

化工行业

投资要点

※2009 年基础化工行业景气下行背景下，需求受政策影响较大

受国际经济危机的影响，基础化工行业 2009 年为振荡筑底过程，行业整体表现低迷。需求的恢复将在这个过程中起到相对重要的作用，而国家政策走向将对需求的回暖扮演着前所未有的重要角色，我们建议 2009 年下半年继续关注由国家基础设施建设、家电下乡、建筑节能等政策带来的基础化工子行业及其上游行业的投资机会。

※通胀既可推动价格上涨，也可压缩盈利空间，子行业出现分化

国际原油价格存在强烈上涨预期，国内煤价保持高位震荡，在国内经济形势向好的背景下，存在一定的通胀预期。对化工行业而言，基础原料的涨价既可对需求回暖的子行业带来成本推动型的涨价，也可能压缩需求低迷的子行业的盈利空间，造成基础化工子行业的分化。

※民爆、轮胎、聚氨酯行业及其上游继续受益政策支持

我们基于国家政策连贯性和重大项目建设周期较长的判断，认为民爆、轮胎及聚氨酯行业及其上游将继续受益于政策带来的需求率先回暖，同时也建议关注相对刚性需求的农药子行业，认为纯碱、PVC 行业将在房地产、汽车等行业复苏的过程中受益，但供过于求的结构性矛盾将是不确定因素。

※维持对整个化工行业“中性”的投资评级

我们认为国家产业振兴规划细则对行业的影响比较深远，对行业景气提升是缓慢渐进的过程，解决基础化工结构性矛盾任重道远，需要各方面积极协调保持供求平衡，预计随着我国经济形势的逐步好转，下游需求将逐步释放，届时供需矛盾将有所缓解，有利于行业开工率和盈利能力的提高，暂维持基础化工行业整体“中性”的评级。

※重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价	EPS			PE			评级
		08	09E	10E	08	09E	10E	
兴化股份	10.17	0.46	0.50	0.65	22.11	20.34	15.65	增持
黔轮胎 A	12.39	0.20	0.46	0.59	61.95	26.93	21.00	增持
烟台万华	17.88	0.91	0.88	1.05	19.65	20.32	17.03	增持
扬农化工	35.47	1.57	1.67	1.86	22.59	21.24	19.07	买入
时代新材	15.88	0.23	0.51	0.69	69.04	31.14	23.01	买入

数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心 注：股价为 2009 年 7 月 21 日收盘价

目 录

一、2009 年上半年基础化工行业欲振还休	4
1、产品产量在“去库存化”的同时，增长幅度不大	4
2、产品价格有所回升	5
3、全行业固定资产投资同比增长较大，但产能扩张可能加剧产能过剩	7
4、石化行业振兴规划及细则的出台意义深远，短期作用有限	8
二、基础原料存在上涨预期造成子行业分化	9
1、原油处于上涨通道	9
2、煤炭价格稳中有升	9
3、磷矿石以需定产，受需求影响较大	10
4、原盐价格上涨空间不大	11
5、通胀预期既可成本推动需求增长的子行业，亦可压缩需求萎靡子行业的盈利空间	11
三、民爆及上游行业继续受益基础设施建设	13
1、国家加大基础建设投入拉动民爆产品需求	13
2、民爆上游硝酸铵产品需求明确增长	13
3、硝酸及硝酸铵价格处于上涨通道	14
四、轮胎行业受益需求增长和成本下降，未来出现成长性机会	15
1、受益汽车行业振兴规划，汽车产量增幅明显	15
2、橡胶价格走低，行业成本下降	15
3、轮胎产量逐月回升	17
五、聚氨酯行业受益家电下乡政策和建筑节能材料	18
1、家电下乡增加国内冰箱冰柜需求，拉动聚氨酯原料 MDI 和组合聚醚的需求	18
2、建筑节能保温材料对聚氨酯构成长期利好	19
六、农药行业受刚性需求，有增长潜力	20
1、惠农政策提高农民收入水平和种植积极性	20
2、进入门槛提高，行业整合在即	21
3、有机磷农药淘汰腾出优势企业发展空间	21
七、纯碱和 PVC 行业受益于汽车、房地产行业回暖，或存恢复性机会	22
1、纯碱行业目前开工率不高，供过于求是制约因素	22
2、PVC 产品产能过剩，行业竞争加剧	23
八、化肥行业整体萎靡	25
1、尿素缓慢下滑，期待夏耕来临	25
2、磷肥夏季入“寒冬”	27
3、钾肥价格严重下滑	28
九、重点公司推荐	29
1、兴化股份	29
2、柳化股份	30
3、黔轮胎 A	30
4、诺普信	30
5、扬农化工	31
6、烟台万华	31
7、红宝丽	32
8、时代新材	32

9、重点公司估值	33
----------------	----

图表目录

图表 1 2009 年化工产品产量情况及同比增长	4
图表 2 化学工业品出厂价格指数	6
图表 3 基础化工产品价格涨跌幅	6
图表 4 化工行业固定资产投资实际完成额及同比	8
图表 5 国际原油价格走势	9
图表 6 煤炭价格走势	10
图表 7 磷矿石价格走势	11
图表 8 原盐价格走势	11
图表 9 化工行业产业链简图	12
图表 10 铁路基础建设投资额及同比增速	13
图表 11 乳化炸药成本构成	14
图表 12 硝酸价格走势	14
图表 13 我国汽车产量及同比	15
图表 14 进口天然橡胶价格走势	16
图表 15 国产天然橡胶价格走势	16
图表 16 合成橡胶价格走势	17
图表 17 轮胎产量及同比	18
图表 18 我国冰箱产量及同比	19
图表 19 MDI 价格走势	20
图表 20 化学农药原药产量变化	20
图表 21 新核准农药企业最低注册资本要求	21
图表 22 国家对农药行业的新定政策法规	21
图表 23 我国杀虫剂种类构成	22
图表 24 我国纯碱的需求结构	22
图表 25 国内纯碱的产能及表观消费量	23
图表 26 PVC 产业链	24
图表 27 国内 PVC 产能分布情况	24
图表 28 国内部分规划 PVC 新增产能分布情况	24
图表 29 PVC 价格走势	25
图表 30 尿素价格走势	26
图表 31 磷肥（二胺）价格走势	28
图表 32 钾肥价格走势	29

一、2009 年上半年基础化工行业欲振还休

1、产品产量在“去库存化”的同时，增长幅度不大

2009 年一季度，随着“去库存化”的结束，下游企业纷纷补充库存，这使得大部分化工产品产量均呈现出恢复性增长的态势，但是增长幅度有限。据中国石油和化学工业协会统计，3 月份，协会重点跟踪的石油和化工类产品中，产量同比上升和持平的占 71%，这一比例较上月环比提高了约 10 个百分点。其中，磷矿石、硫酸、化学农药、化学纤维、尿素、磷肥和轮胎等产品的产量都接近或创下了单月产量的新高；纯碱、烧碱、甲醇的产量也回升明显，环比增幅均在 15% 以上。但是进入 4 月，多数产品产量环比出现下滑，体现了行业景气恢复过程的艰难性。

图表 1 2009 年化工产品产量情况及同比增长

名称	单位	1-5 月产量累计	同比 (%)
磷矿石	万吨	2,204.17	0.81
农用氮磷钾化肥(折纯)	万吨	2,667.41	10.10
原盐	万吨	1,846.23	0.41
碳酸钠(纯碱)	万吨	740.04	-5.63
氢氧化钠(烧碱)	万吨	738.43	-7.30
硫酸	万吨	2,218.48	3.27
化学农药原药	万吨	94.05	9.64
合成洗涤剂	万吨	251.00	0.15
乙烯	万吨	404.14	-7.89
初级形态的塑料	万吨	1,357.98	-18.50
化学纤维	万吨	1,041.13	7.83
塑料制品	万吨	1,609.33	6.23
合成氨	万吨	2,128.17	1.71
氮肥(折合 N100%)*	万吨	1,570.10	9.70
尿素	万吨	1,197.30	9.77
磷肥(折合 P ₂ O ₅ 100%)*	万吨	460.50	9.60
钾肥*	万吨	72.30	9.30
磷酸铵肥	万吨	669.62	16.45
杀虫剂原药	万吨	33.94	12.67
除草剂原药	吨	333,717.57	8.63
杀菌剂原药	吨	102,707.74	-5.42
化学试剂	吨	1,136,779.25	48.42
催化剂	吨	189,250.16	24.64
涂料(油漆)*	万吨	217.60	-12.50
建筑涂料	万吨	84.12	3.16
染料	万吨	54.15	-3.18
颜料	万吨	68.84	-9.08
油墨	万吨	18.11	-3.41

电石(折 300 升/千克)*	万吨	409.10	-15.90
纯苯	万吨	174.03	-2.34
精甲醇	万吨	391.01	-11.24
PVC 树脂	万吨	344.11	-6.75
PP 树脂	万吨	319.84	-6.24
PE 树脂*	万吨	317.00	2.40
合成纤维单体	万吨	430.40	-9.11
合成纤维聚合物	万吨	542.99	9.16
聚酯	万吨	485.35	10.20
塑料薄膜	万吨	259.34	5.49
农用薄膜	万吨	48.21	20.20
合成橡胶	万吨	101.55	0.25
橡胶轮胎外胎*	万条	18,559.10	0.20
子午线轮胎外胎	万条	10,840.60	1.19

资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心 带*为 1-4 月数据

2、产品价格有所回升

在产量回升的同时,大部分石化产品的价格也呈现出止跌企稳的态势,中国石油和化学工业协会重点根据的 173 产品中,价格同比上升的有 27 种,占 15.6%;同比下降的有 154 种占 83.8%;持平 1 种。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。这表明,有强于一半的化工产品的价格已经触底企稳。

分子行业看,化学原料类产品价格整体回升幅度较小。3 月份,纯碱均价 1150 元/吨,同比下降 44.7%,环比下降 11.5%;硫酸均价为 360 元/吨,同比下降 64%,环比下降 14%;盐酸均价为 370 元/吨,同比下降 34%,环比下降 8%;硝酸均价为 2400 元/吨,同比下降 2%,环比增 5%;甲醇均价为 1900 元/吨,同比下跌 44.1%,环比上涨 3.3%;硝酸铵均价为 1900 元/吨,同比下降 25%,环比下降 2%;醋酸均价为 3140 元/吨,同比下降 50%,环比增长 3%。

化肥和农药类产品总体价格水平受金融危机的影响较小。3 月份,尿素均价为 1920 元/吨,同比下降 1%,环比回升 3.8%;磷酸二铵均价为 2950 元/吨,同比下降 28%,环比增长 1%。

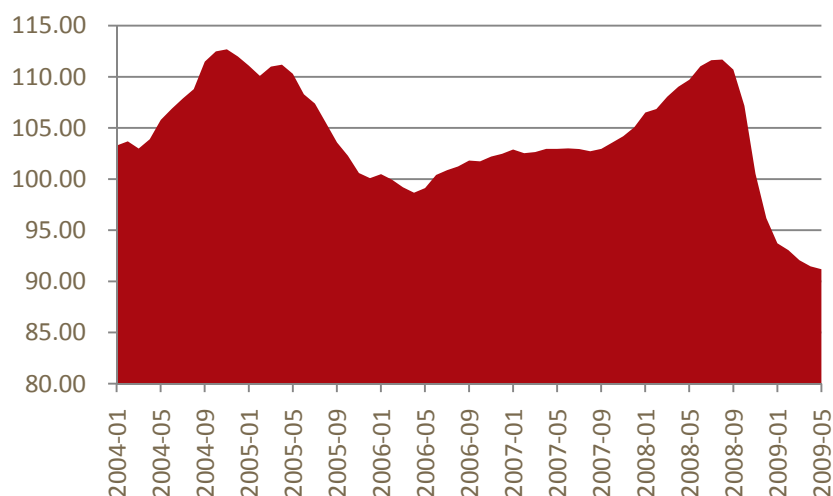
农药中代表性产品的价格呈上升趋势,但草甘膦是农药产品中的例外,在经历了 2007 年下半年至 2008 年上半年的暴涨后,其价格回归了理性。3 月份,草甘膦均价为 29150 元/吨,同比下降 69%,环比增长 7%。

除聚氯乙烯外,三大合成材料的价格也基本止跌企稳,3 月份,粘胶短纤均价为 12840 元/吨,同比下降 37%,环比增长 9%;氨纶同比下降 30%,环比增长 8%;聚氯乙烯均价 6360 元/吨,同比下跌 18.5%,环比下跌 1.9%;合成橡胶中的顺丁橡胶均价同比下降 33%,环比上涨 1%。

新材料产品由于供需关系发生逆转,价格回升较慢。据统计,3 月份,聚合 MDI 均价为 13000 元/吨,同比下降 48%,环比基本没变;纯

MDI 均价为 16600 元/吨,同比下降 38%,环比下降 2%。TDI 均价约为 18800 元/吨,同比下降 51%,环比下降 4%。

图表 2 化学工业品出厂价格指数



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 3 基础化工产品价格涨跌幅

产 品		年初价格 (元/吨)	5 月初价格 (元/吨)	5 月末价格 (元/吨)	5 月涨幅	5 月末相对 年初涨幅
有机原料	PTA	5200	8000	7150	-10.63%	37.50%
	苯胺	5500	8400	7800	-7.14%	41.82%
	苯酚	4800	7500	6900	-8.00%	43.75%
	丙酮	4900	6600	5500	-16.67%	12.24%
	醋酸	2700	3600	2950	-18.06%	9.26%
	对二甲苯	6110	9490	8230	-13.28%	34.70%
	甲苯	4550	5100	5400	5.88%	18.68%
	甲醇	1660	2000	1880	-6.00%	13.25%
	甲醛	1000	1100	1080	-1.82%	8.00%
	乙二醇	4300	4700	4550	-3.19%	5.81%
精细化工品	DMF	5250	5300	5200	-1.89%	-0.95%
	DOP	7900	9500	9050	-4.74%	14.56%
	MDI	11400	16500	15300	-7.27%	34.21%
	PTMEG	26000	19000	21500	13.16%	-17.31%
	TDI	19800	26500	23000	-13.21%	16.16%
	丙烯酸	6400	10100	7900	-21.78%	23.44%
	草甘膦	22000	25000	21000	-16.00%	-4.55%
	二甲醚	2900	2980	2650	-11.07%	-8.62%
	DMC	19000	20000	19800	-1.00%	4.21%
	乙二胺	38000	35000	34000	-2.86%	-10.53%
无机	盐酸	300	430	345	-19.77%	15.00%
	硫酸	200	270	170	-37.04%	-15.00%

化 工 品	硝酸	2700	3000	3500	16.67%	29.63%
	纯碱	1100	1100	1120	1.82%	1.82%
	烧碱	3100	3050	2800	-8.20%	-9.68%
	电石	3250	3200	3100	-3.13%	-4.62%
	硫磺	650	690	645	-6.52%	-0.77%
	液氯	500	1200	950	-20.83%	90.00%
	液氨	2700	2800	2900	3.57%	7.41%
	黄磷	12000	13500	13400	-0.74%	11.67%
	三聚磷酸钠	5600	6000	6000	0.00%	7.14%
化 肥	尿素	1700	1830	1750	-4.37%	2.94%
	磷肥(二胺)	2900	2600	2500	-3.85%	-13.79%
	钾肥	3500	3600	3200	-11.11%	-8.57%

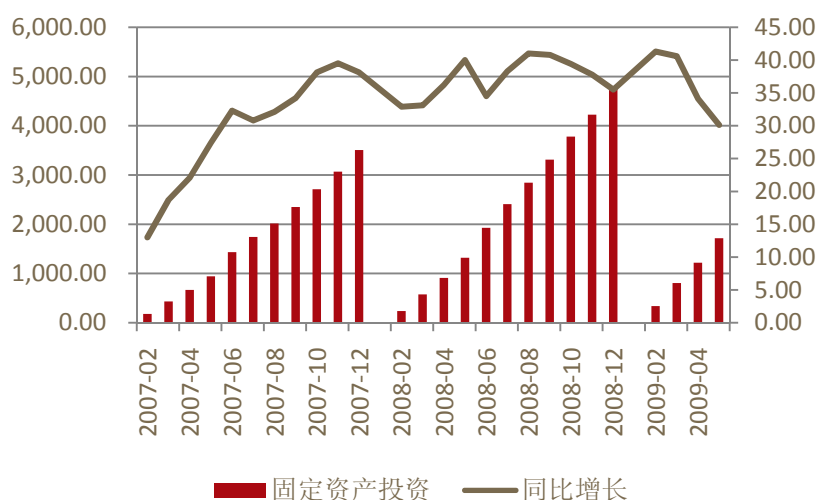
资料来源：化工在线 方正证券研究中心

3、全行业固定资产投资同比增长较大，但产能扩张可能加剧产能过剩

2009年1-3月，全行业实际完成固定资产投资金额1354亿元，同比增长22.5%，增速较上年同期回落约11个百分点，尽管如此，行业总体固定资产投资增速依然较快。分行业看，1-3月，原油和天然气开采行业投资279.93亿元，同比下降5.7%，但较1-2月同比增速回升9.7个百分点；炼油行业投资168.74亿元，同比下降4.3%，大幅低于1-2月14.4%的同比增速；化工行业投资874.854亿元，同比增长41.9%，与1-2月41.9%的同比增速基本相当，但较2008年全年的同比增速提升了7.2个百分点。

值得注意的是，化工行业中，农药、专业化学品、肥料、涂料等子行业的投资增长较快，同比增速分别为109%、71%、55%和50%，较2008年大幅提升，这也体现了投资者在经济周期下行的背景下，对防御性较强化工子行业的青睐，然而除专用化学品外，其余三个子行业都已存在产能过剩的状况，产能的大规模扩张并不利于这些行业的发展。

图表 4 化工行业固定资产投资实际完成额及同比



资料来源：化工在线 方正证券研究中心

4、石化行业振兴规划及细则的出台意义深远，短期作用有限

国务院办公厅 5 月 18 日公布《石化产业调整和振兴规划》细则，同时公布了《石化产业技术进步与技术改造项目及产品目录》。《规划》是石化产业综合性应对措施的行动方案。规划期为 2009-2011 年。

受到金融危机的影响，当前全球石化产品需求大幅下降，但长期而言中国经济仍然处于快速发展阶段，对石化产品的需求将随着经济的发展逐步放大，化肥等农化产品的稳定供应关系到中国长期的粮食安全和农村稳定。站在国民经济长期发展需要的高度，《规划》将保障国家长期能源和农资供应作为工作中心。

在产业布局方面，《规划》推动在长三角、珠三角、环渤海地区产业集群提高；结合中缅原油管线的进展情况，适时开展西南地区炼化项目的布局研究；对炼油行业采取区域等量替代方式。未来三年地炼企业将集体面临“清洗”，炼油能力进一步向两大巨头集中，国进民退迹象明显。但地炼退出市场空间不能弥补两巨头扩产压力，炼化企业开工率将维持低位徘徊。探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径措施的出台将有利于煤化工产业的健康发展。

《石化产业技术进步与技术改造项目及产品目录》对重点技术进步和技术改造进行了确定。《规划》对节能减排提出了具体的要求，确定了污染物排放、能耗具体指标。一方面这是提高中国环境质量和企业竞争力的需要，同时也是中国应对全球低碳经济时代挑战的要求。

《规划》细则基本符合我们预期，对行业发展而言属于中性偏利好消息。中国石油、中国石化等央企地位进一步强化，国家可能采取资本注入、财政补贴等手段进一步将其打造成国家能源供应保障人角色；对

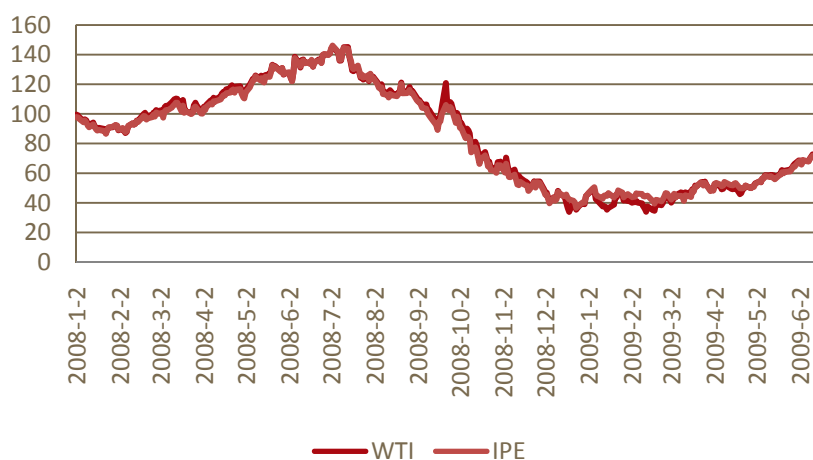
新安股份、金发科技、烟台氨纶、烟台万华等技术创新类企业构成利好；站在与石化相关的上下游角度，大规模石化设施的建设将推动石化设备制造等行业的快速发展；石化脱硫、余热利用等节能减排技术企业和煤气化等清洁煤技术企业也将受益于《规划》的实施。

二、基础原料存在上涨预期造成子行业分化

1、原油处于上涨通道

2009年5月国际原油期货市场价格继续攀升，原油期货再创今年新高。5月28日纽交所7月原油期货结算价报每桶65.08美元，为2008年11月5日以来的最高收盘价，原油期货价格较2月份创出的年内低点上涨了90%以上。ICE期货交易所7月布伦特原油期货合约结算价涨至64.39美元。由于经济危机出现拐点，近日原油期货价格震荡上涨，预计6月最高可见到70美元/桶左右，原油价格整体向上格局不会改变。美国石油库存降幅超出预期，因为在经过长时期的高库存后，市场供应逐步萎缩。欧佩克原油产量是难以预测的决定因素之一。该组织28日决定维持产量不变。不过随着油价的上涨，预计成员国将难遵守2008年的减产决定。

图表 5 国际原油价格走势



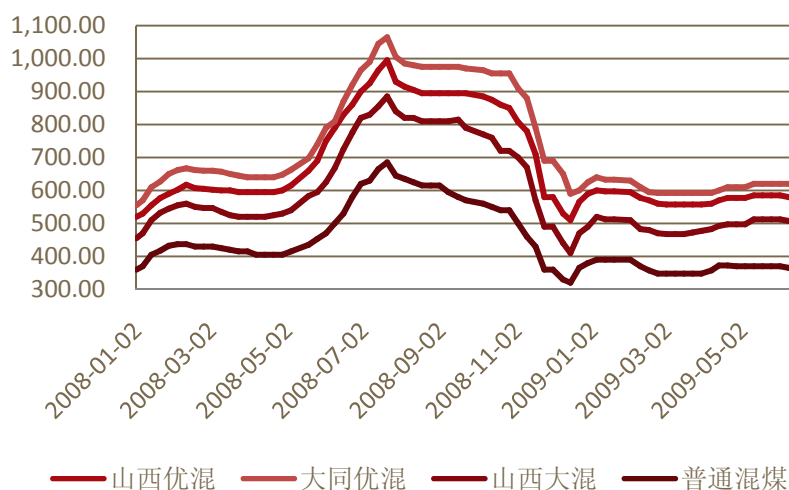
资料来源：化工在线 方正证券研究中心

2、煤炭价格稳中有升

受部分煤炭产地小煤矿复产有所松动和化肥企业为了迎接下一个化肥旺季的到来开车率维持高位等影响，各化肥企业铁路块煤采购欲望强烈，铁路运输略显紧张。国际油价走高给块煤价格稳定或上行提供了相应的条件。进入6月份，小煤矿复产仍然将有所增加，块煤产量微弱提高，但需求保持相对稳定，所以部分企业和地区价格存在一定的销售压力。秦皇岛等港口的煤炭库存现在是455万吨以上，5月回升的主要原因是南方煤炭需求稳定，山西煤炭进港有所增加所致。而大同优混平仓平均价格为620元/吨，5月相对稳定，比国际澳大利亚FOB煤价高近

200 元/吨（不含运费），未来秦皇岛港煤炭价格随着南方耗煤趋稳和电厂库存增加而继续稳定，秦皇岛港库存将继续增加，电厂受电力需要降低的影响煤炭库存会比前期继续提高，国际煤炭价格将随着国际石油震荡在 60 美元/桶上下和国际煤炭发运量的增加、价格上行的动力越来越大。

图表 6 煤炭价格走势



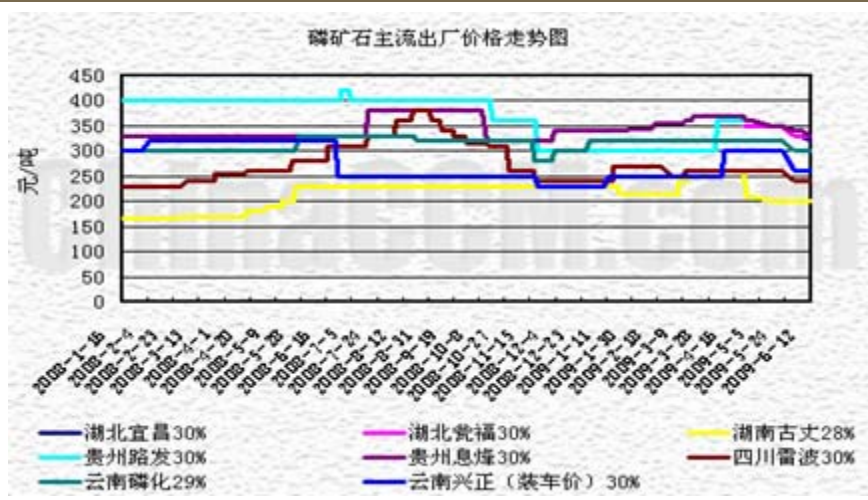
资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

3、磷矿石以需定产，受需求影响较大

2009 年 5 月上旬国内磷矿石市场窄幅震荡，磷矿石市场表现为有价无市，市场交易冷清；进入中旬国内磷矿石市场价格受下游需求的疲软的影响，虽然价格没有太大的波动，但是高位难以维持，迫使厂家不得不降价销售，到下旬时国内磷矿石情况更不容乐观，市场利好因素不明朗，高位价格难以支撑，前期库存尚未消化，价格连续走低，下滑速度过快，导致手中现货价格利润大幅缩水，多数厂家开工率达不到 5 成或者更低磷矿石市场一时陷入瘫痪状态。云南地区 30 品位磷矿石车板价在 230 元/吨左右，贵州地区 30 品位磷矿石车板价在 330 元/吨左右，四川地区 30 品位磷矿石车板价在 260 元/吨左右，湖北地区 30 品位磷矿石车板价在 330 元/吨左右。

预计 6 月以后国内磷矿石市场仍在恶性竞争中进行，价格将会继续下跌，后市不会有明显起色，由于销售状况不会出现好转，库存压力依然存在，将导致更多的生产企业停产，消化库存；目前下游企业黄磷、磷肥开工率再次降低，从全国整体看，平均开工率不足 3 成，磷矿石市场将会持续低迷，一时间难以缓解。

图表 7 磷矿石价格走势

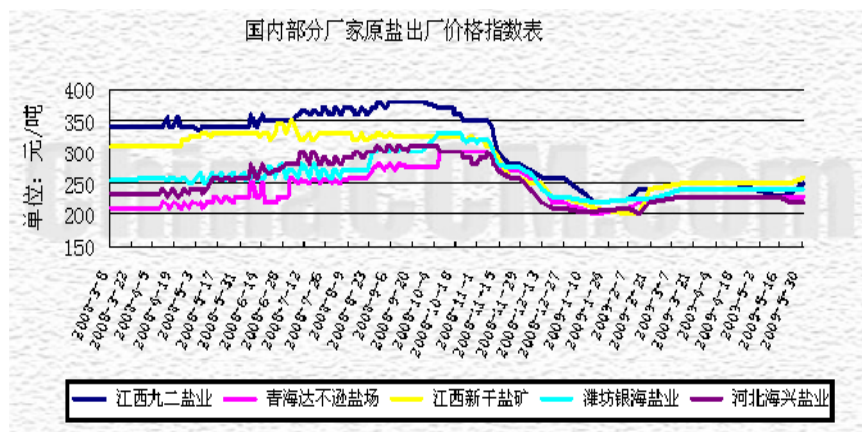


资料来源：中华商务网 方正证券研究中心

4、原盐价格上涨空间不大

2009年5月国内原盐市场较上月总体变化不大，行情继续稳走，海盐市场并未如期影响到整体原盐走势，出货较往年大为减少，但价格稳中有升；井矿盐价格在持续低稳之后正酝酿着小幅提涨，下游能否接受有待观察；湖盐总体成交气氛冷淡，价格下探空间较小。

图表 8 原盐价格走势



资料来源：中华商务网 方正证券研究中心

5、通胀预期既可成本推动需求增长的子行业，亦可压缩需求萎靡子行业的盈利空间

由于国际原油价格处于上涨通道，国内煤炭价格长期企稳，在国内经济形势向好的同时，存在着一定的通胀预期。基础化工行业子行业众多，产品涉及国民经济的上中下游。

```

graph LR
    subgraph Raw_Materials [原料]
        A[煤炭] --> B[甲醇]
        A --> C[电石]
        D[原油] --> E[精炼]
        F[天然气] --> E
    end

    B --> G[DMF]
    C --> H[英力特  
新疆天业  
中泰化学]
    E --> I[石脑油、汽油、  
柴油、煤油]
    E --> J[乙烯]
    E --> K[丙烯]
    E --> L[丁二烯]
    E --> M[苯系物质]
    E --> N[燃油]

    H --> O[EDC/VCM]
    O --> P[PVC]
    H --> Q[LDPE、HDPE]
    H --> R[乙烯氧化物]
    R --> S[乙二醇]
    S --> T[涤纶]
    T --> U[工业丝]
    T --> V[纺织]
    H --> W[醋酸乙烯]
    W --> X[PVA]
    X --> Y[皖维高新]
    K --> Z[丙烯酸]
    Z --> AA[聚丙烯酸酯类聚合物]
    K --> AB[环氧丙烷]
    AB --> AC[聚醚]
    AC --> AD[聚氨酯]
    K --> AE[聚丙烯]
    AE --> AF[红宝丽  
风神股份]
    AF -.-> AD
    L --> AG[顺丁橡胶]
    AG --> AH[轮胎行业]
    M --> AI[苯]
    AI --> AJ[苯酚、丙酮]
    AJ --> AK[双酚A]
    AK --> AL[环氧树脂]
    M --> AM[甲苯]
    AM --> AN[苯胺]
    AN --> AO[MDI]
    AO -.-> AL
    AO --> AP[烟台万华]
    M --> AQ[二甲苯]
    AQ --> AR[TDI]
    AR --> AS[沧州大化]
    AQ --> AT[对苯二甲酸]
    AT --> AU[涤纶]
  
```

The flowchart illustrates the chemical industry value chain, starting from raw materials (煤炭, 原油, 天然气) and refining them into various products. Key stages include the production of feedstocks (乙烯, 丙烯, 丁二烯, 苯系物质) and the subsequent chemical processes that lead to a wide range of products, including plastics (PVC, LDPE, HDPE), fibers (涤纶, 工业丝), and specialty chemicals (聚氨酯, 环氧树脂, MDI, TDI). The chart highlights the integration of upstream and downstream industries, showing how raw materials are transformed into finished goods through a series of chemical steps.

在经历了 2008 年四季度的快速下滑后,行业景气一度下滑到谷底, 2009 年以来整个行业处于筑底回升的景气恢复过程中,需求的恢复受到诸多因素的影响,其中国家政策的导向直接影响基础化工子行业需求的恢复程度。国家 4 万亿元基础建设的投入加大了民爆行业及其上游的需求,汽车产业振兴和公路客运货运的恢复加大了轮胎行业及其上游的需求,家电下乡政策的出台和深入加大了冰箱、冰柜和空调产品的需求,国家加大建筑节能力度均增加了 MDI 及组合聚醚的需求,汽车、房地产行业的恢复带动玻璃、PVC 材料的需求,有助于纯碱、氯碱行业走出需求低谷,此外农药及化肥行业存在一定的刚性需求。

研究创造价值

子行业	景气趋势与评价	投资评级
民爆行业	原材料价格下降，需求稳定，景气度攀升	增持
染料助剂	行业集中度较高，需求有所回升	增持
聚氨酯	需求增加，景气度回升	增持
有机硅	产业升级阶段，长期向上趋势不改	中性
氮肥	供应过剩及原材料价格约束，景气下降	中性
磷肥	产能过剩，关注库存问题	中性
化学农药	各个产品差异化较大，需“自下而上”挖掘具有技术、服务优势公司	中性
橡胶及橡胶加工	成本下降，需求平稳	增持
氯碱	产能过剩，需求下降，估值处于较低水平	中性
钾肥	景气高点，未来景气度下降可能性增大	中性

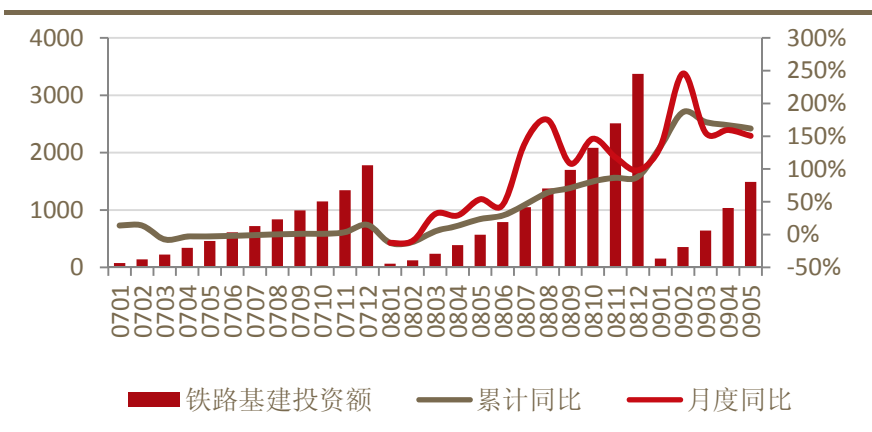
资料来源：方正证券研究中心

三、民爆及上游行业继续受益基础设施建设

1、国家加大基础建设投入拉动民爆产品需求

随着大规模基建的开展，铁路建设力度空前。2009年1-5月，全国铁路基本建设完成投资1490.9亿元，累计同比增长161.8%。预计到2013年，我国铁路营运里程将提前7年达到12万公里，其中新建客运专线1.5万公里，城际铁路3000公里。在2008年8万公里基础上新增4万公里，相当于1978年改革开放以来累计建设里程2.83万公里铁路的1.4倍。未来几年铁路基建投资将持续高增长。

图表 10 铁路基础建设投资额及同比增速

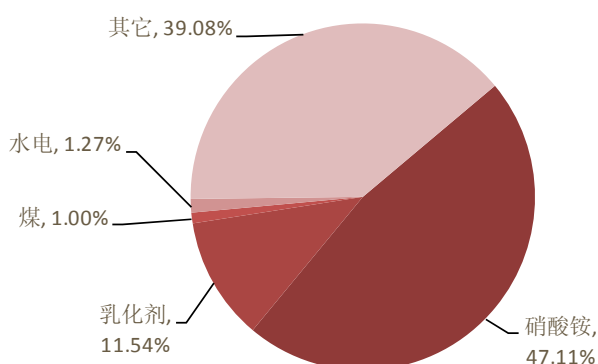


资料来源：铁道部 方正证券研究中心

2、民爆上游硝酸铵产品需求明确增长

民爆行业主要产品乳化炸药的成本构成中，约50%为硝酸铵，炸药产品需求的旺盛必然带动硝酸铵产品需求的旺盛。我国硝酸铵约70%用于炸药的生产，其余用于硝基复合肥的生产。

图表 11 乳化炸药成本构成

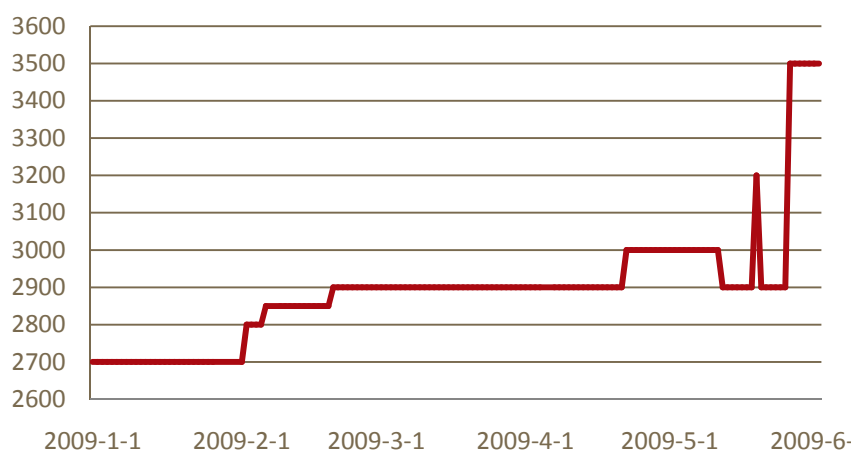


资料来源：方正证券研究中心

3、硝酸及硝酸铵价格处于上涨通道

2009 年以来，硝酸基本处于明确的上涨通道，从年初的 2700 元/吨上涨至目前的 3500 元/吨左右，幅度超过了 29%。由于国家基础设施建设具有长期性和持续性的特征，我们预计下半年硝酸铵在民爆产品需求稳定上升的背景下，具有上涨的动力和空间。

图表 12 硝酸价格走势



资料来源：化工在线 方正证券研究中心

我们认为民爆行业未来 3-5 年将继续受益于国家基础设施建设，需求将保持持续增长，由于上游硝酸铵产品属于市场定价，在需求稳定的情况下存在上涨的空间和动力，我们维持民爆及上游“增持”的评级。推荐久联发展、南岭民爆、兴化股份和柳化股份。

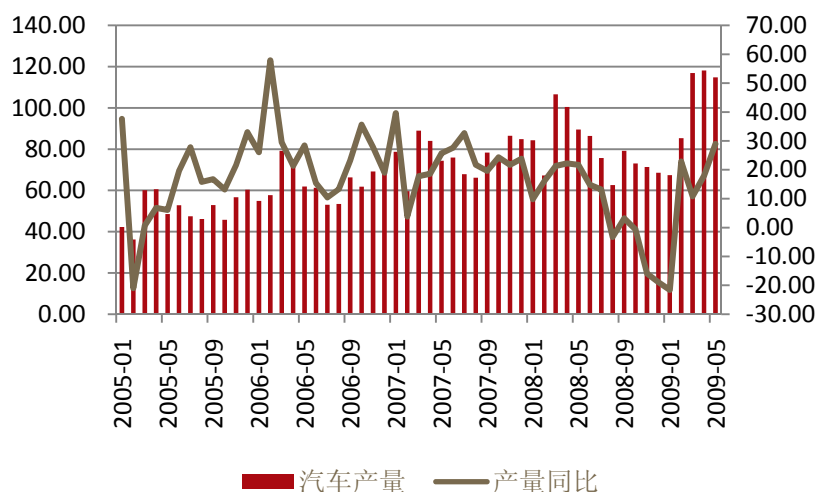
四、轮胎行业受益需求增长和成本下降，未来出现成长性机会

1、受益汽车行业振兴规划，汽车产量增幅明显

由于国家汽车产业振兴规划出台的刺激作用，我国汽车产量增幅明显。2009年2月份，我国汽车产量为85.28万辆，同比增长超过20%；从3月份起更是连续3个月产量超过100万辆，5月份产量虽有小幅回落，但同比增长达到29.0%。

总的来看，我国汽车产量呈现逐步上升趋势。随着经济的逐步转暖，我国汽车产销量都将随之增长，有专家预计如果汽车产业振兴规划的实施细则能够有效的实施和及时的突破，2009年我国汽车产量有可能突破1千万辆，增长率达到甚至超过10%。

图表 13 我国汽车产量及同比



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

2、橡胶价格走低，行业成本下降

橡胶价格经历2008年的跳水行情后，2009年有小幅回升，但整体价格水平仅相当于2004年。目前全球经济形势依然脆弱，欧美等发达国家汽车产销大幅萎缩，橡胶的下游消费仍不乐观，随着橡胶供应量的增加，市场缺乏实质利好的支撑，后市将遭遇季节性跌势。流动性充裕及原油上涨、美元走软等因素对商品市场的支撑力度减弱，预计短期内橡胶价格仍将基本维持振荡行情，或有小幅下调。

橡胶价格的低位徘徊对轮胎行业形成利好，由于橡胶占轮胎总成本的50%，轮胎企业将大幅降低成本。

图表 14 进口天然橡胶价格走势



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 15 国产天然橡胶价格走势



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 16 合成橡胶价格走势

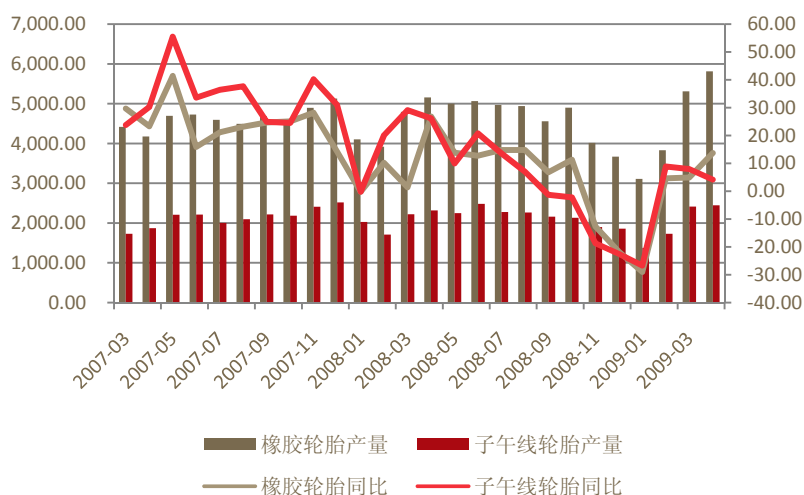


资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

3、轮胎产量逐月回升

国内轮胎企业自 2008 年底至 2009 年初受国际金融危机冲击出现不同程度的库存产品上升, 产品销量和利润的下降, 给轮胎企业造成了巨大的经济损失。自 2009 年 3 月起, 国内轮胎市场受国家启动内需及汽车下乡等多重利好消息影响, 带动轮胎企业的销售普遍增加, 轮胎企业开始逐步复苏, 轮胎企业的库存开始下降, 市场的销售开始增长, 企业为满足市场需求逐步恢复产能, 许多轮胎企业出现了供销两旺的火爆场面, 究其原因是轮胎企业调整了销售策略, 一方面稳定和扩大国内轮胎市场, 积极开发新产品并主动开发新市场扩大市场份额, 另一方面企业积极开拓除北美、欧洲以外的市场, 并取得了较好的经济效益。

图表 17 轮胎产量及同比



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

我们认为轮胎行业将继续受益于汽车和工程机械需求的加大和橡胶原料的价格低迷,随着国内经济逐渐好转,汽车货运市场也将加大轮胎的需求,给予轮胎行业及其上游“增持”评级,推荐黔轮胎A、青岛双星和黑猫股份。

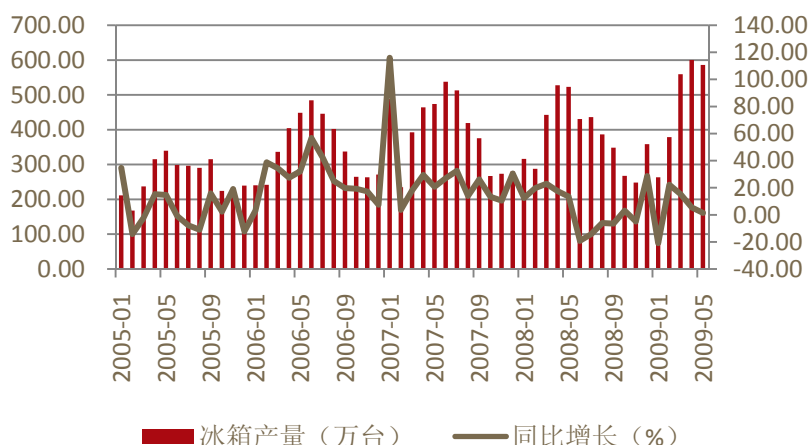
五、聚氨酯行业受益家电下乡政策和建筑节能材料

1、家电下乡增加国内冰箱冰柜需求,拉动聚氨酯原料 MDI 和组合聚醚的需求

从2009年2月1日起,为了进一步发挥家电下乡政策在扩大内需特别是农村消费中的作用,国务院决定尽快在全国推广家电下乡。家电下乡由原来14个省市向全国推广,产品也从过去的四个增到八个,除了之前推出的“彩电、冰箱(含冷柜)、手机、洗衣机”之外,此次家电下乡又新增了摩托车、电脑、热水器和空调。它们和彩电等产品同样享受国家13%的补贴。

实施家电下乡政策以来,对于我国的冰箱冰柜有一定的促进作用,2009年1-4月我国冰箱产量为1815.41万台,同比增速7.00%。由于2008年6月份之后冰箱产量大幅下滑,而今年则相对比较平稳,我们认为下半年同比增速将比上半年有所好转。我们预计2009-2010年家用电冰箱的产量会保持一定增长,增速在10%左右。若按此增速计算,则2009、2010年我国冰箱(冰柜)产量分别为6500万台、7200万台,2008年我国冰箱(冰柜)产量为5900万台,可以看出2009、2010年我国冰箱(冰柜)产量比2008年的增量分别为600万台、1300万台。

图表 18 我国冰箱产量及同比



资料来源：国家统计局 方正证券研究中心

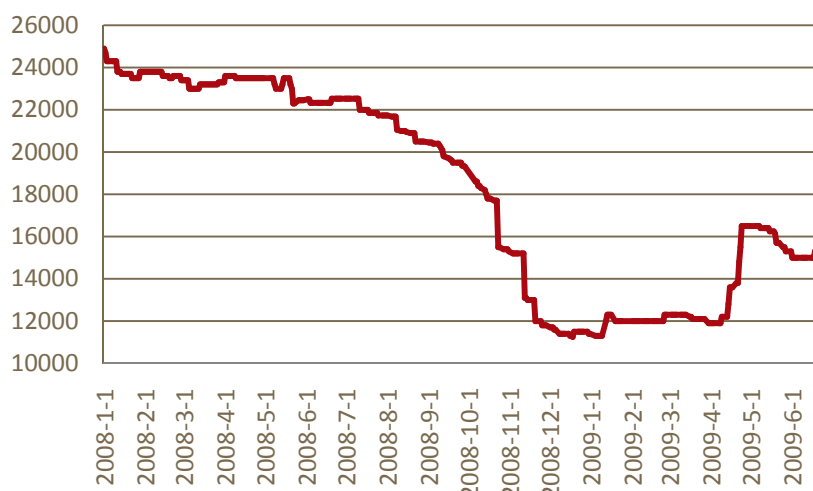
2、建筑节能保温材料对聚氨酯构成长期利好

国家出台多项政策支持聚氨酯节能保温板。建筑耗能是我国的能耗大户之一，我国目前存量建筑中，只有 5% 的建筑采取了节能降耗措施。为推广聚氨酯建筑物外墙保温材料的应用，2004 年发改委发布《节能中长期专项规划》中规定：“十一五”期间，新建建筑严格实施节能 50% 的设计标准，其中北京、天津等少数大城市率先实施节能 65% 的标准；结合城市改建，开展既有居住和公共建筑节能改造，大城市完成改造面积 25%，中等城市达到 15%，小城市达到 10%。

2007 年 5 月 19 日，建设部正式下达关于印发《聚氨酯硬泡外墙外保温工程技术导则》的通知，2008 年 4 月 1 日《节约能源法》正式实施，2008 年 10 月 1 日《民用建筑节能条例》施行，这一系列法规文件标志着我国聚氨酯建筑节能的步伐正式走向正轨。另外，2009 年 3 月底住建部表示要尽快出台三年建筑节能规划，5 月 21 号国务院副总理李克强表示要重点扶持节能环保产业。

我国聚氨酯保温板市场前景广阔，由于聚氨酯的导热系数最低，保温性能最好，我们预计聚氨酯在建筑保温材料市场中比重会越来越大，将有力拉动 MDI 和组合聚醚的市场需求，维持聚氨酯行业“增持”的投资评级，推荐烟台万华和红宝丽。

图表 19 MDI 价格走势



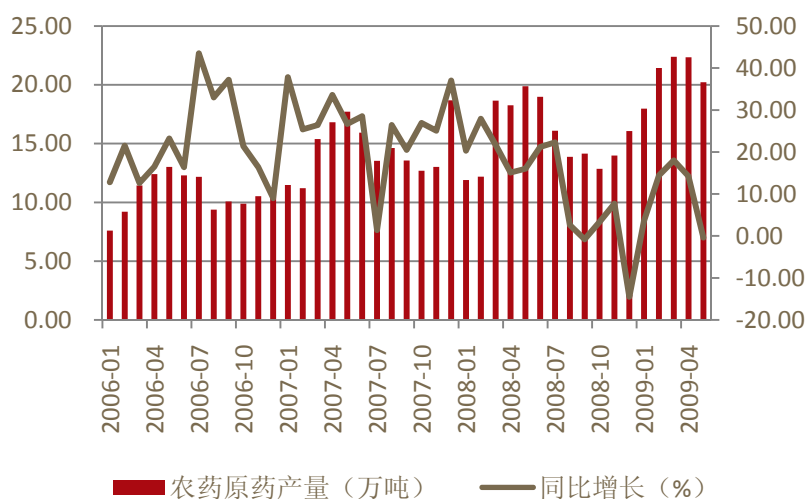
资料来源：化工在线 方正证券研究中心

六、 农药行业受刚性需求，有增长潜力

1、惠农政策提高农民收入水平和种植积极性

为了鼓励农业生产、提高农民收入水平和种植积极性，国家出台了粮食直补、良种补贴、农机具购置补贴、农资综合直补等多项惠农措施，同时免征农业税、对粮食实行保护价收购等措施。各项措施的推出有利于扩大粮食种植面积，对农药、化肥行业具有一定的拉动作用。

图表 20 化学农药原药产量变化



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

2、进入门槛提高，行业整合在即

2007 年 12 月，国家公布了 6 项农药登记管理的新规定，同时提高了农药企业核准进入门槛。

图表 21 新核准农药企业最低注册资本要求（万元）

	2006 年 7 月前	2006 年 7 月	2008 年 3 月
原药企业	1000	3000	5000
制剂	500	1000	3000
鼠药制剂，卫生用药	200	500	3000
分装	200	500	不再受理

资料来源：农业部 方正证券研究中心

图表 22 国家对农药行业的新定政策法规

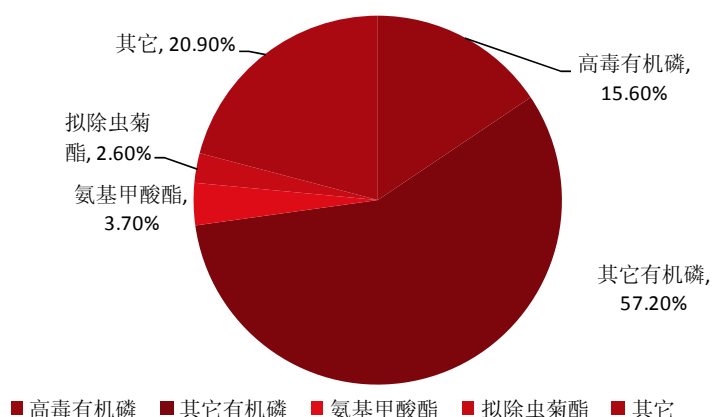
政策法规	发布日期	发布单位	主要内容
《农药标签与说明书管理办法》	2007-12-8	农业部	标签应标注的内容和不得标注的内容，同时规定农药名称应当标注在标签的显著位置
《关于修订〈农药管理条例实施办法〉的决定》	2007-12-8	农业部	农药临时登记证的累积有效期由 4 年缩短为 3 年
《农药登记资料规定》	2007-12-8	农业部	提高农药登记门槛，减少了临时登记和正式登记的差距
农药名称登记核准管理的公告	2007-12-8	农业部	从 2008 年 1 月 8 日起停止批准商品名称，农药名称一律试用通用名称或简化通用名称；自 2008 年 7 月 1 日起，农药产品一律不得使用商品名称
《农药名称管理规定》公告	2007-12-12	农业部、发改委	对农药产品的命名进行具体规范
《农药产品有效成分含量管理规定》公告	2007-12-12	农业部、发改委	对农药产品的有效成分含量进行规定

资料来源：农业部 方正证券研究中心

3、有机磷农药淘汰腾出优势企业发展空间

按照国务院规定：从 2004 年起国家分三个阶段削减 5 种高毒有机磷农药。2008 年 1 月，六部委联合发布公告，决定自公告发布之日起，停止 5 种高毒有机磷农药的生产、流通和使用。高毒有机磷农药的淘汰为优势企业的发展腾出了空间。

图表 23 我国杀虫剂种类构成



资料来源：农业部 方正证券研究中心

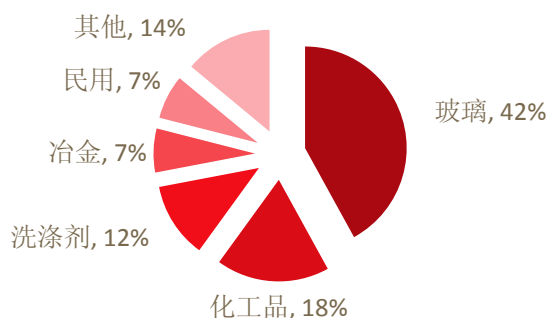
在国家支农力度逐步提高，农业土地流转造成土地集约化利用水平逐步提高的背景下，随着国家对高效低毒农药的扶植力度逐步加大，具有技术和市场双重竞争力的农药上市公司有望实现跨越式发展。由于行业中各个产品差异化较大，需“自下而上”挖掘具有技术、服务优势公司，我们给予行业“增持”评级，推荐诺普信、扬农化工和沙隆达 A。

七、纯碱和 PVC 行业受益于汽车、房地产行业回暖，或存恢复性机会

1、纯碱行业目前开工率不高，供过于求是制约因素

玻璃行业的纯碱需求量占到纯碱总需求的接近一半，主要是平板玻璃和日用玻璃。平板玻璃主要用于门窗，受房地产行业影响较大。从 2008 年 10 月份起，受金融危机影响，平板玻璃行业出现大面积亏损，产量迅速下滑。目前平板玻璃产、销量环比上升，价格、库存降至低位。我们判断平板玻璃行业进入去库存阶段尾声，这将使纯碱行业的短期需求得到保证。

图表 24 我国纯碱的需求结构

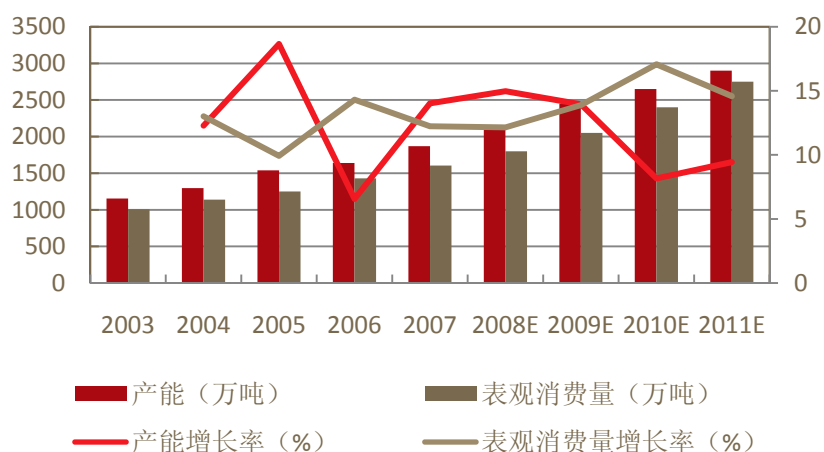


资料来源：方正证券研究中心

我国纯碱出口主要以东南亚国家为主，其中主要的竞争对手就是美国。美国纯碱产量和价格去年都出现上涨，目前美国纯碱 FOB 价格已经接近 200 美元，合 1364 元每吨。国内产品价格目前 1200 元每吨，明显低于国际市场，加之国家上调出口退税率至 9%，纯碱出口利润空间进一步加大。纯碱出口出现快速增长，2009 年一季度出口 65.54 万吨，同比增长 40%。

我们预计 2008 年和 2009 年国内纯碱产能进一步释放，年增长率超过 10%，2010 年后新增产能将有所放缓，年增长率低于两位数。预计 2009 年纯碱的表观消费量增长率为 13.89%，2010 年将有较大的需求增长，增长率为 17.07%。但是长期来看，纯碱行业供过于求的总体趋势不会改变，纯碱行业走出困境有待国内外经济环境的好转，下游需求的恢复。

图表 25 国内纯碱的产能及表观消费量

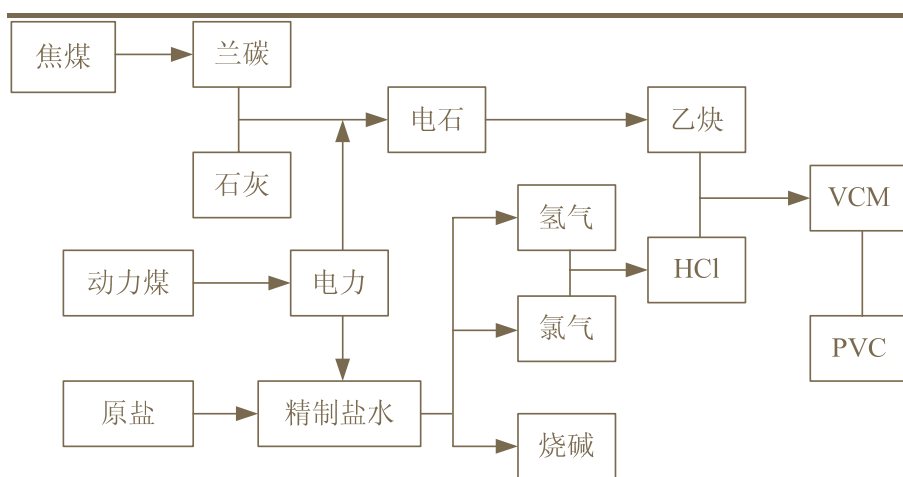


资料来源：方正证券研究中心

2、PVC 产品产能过剩，行业竞争加剧

根据中国石油和化工协会的数据显示，2008 年上半年我国 PVC 产量为 487.6 万吨，同比增长 8.9%，需求量为 505.1 万吨，同比增长了 6.8%，自给率已经上升到了 96.35%。预计 2008 年我国 PVC 产量将达到 1070 万吨左右，基本实现产品的自给。而未来几年我国 PVC 产能的增长仍将高速增长，预计到 2010 年将有 300-400 万吨 PVC 新建项目。产能和产量的增幅仍将大于消费量的增幅，国内 PVC 产能过剩的局面开始形成，行业的竞争将越来越激烈。

图表 26 PVC 产业链



资料来源：方正证券研究中心

图表 27 国内 PVC 产能分布情况

公司	产能	工艺
天津大沽化工股份有限公司	68	乙烯法
中国石化齐鲁股份有限公司	60	乙烯法
内蒙古亿利化学工业有限公司	40	电石法
氯碱化工	37	乙烯法
中泰化学	37	电石法
天津乐金大沽化学有限公司	34	乙烯法
宜宾天原股份有限公司	32	电石法
新疆天业	30	电石法
台塑工业（宁波）有限公司	30	乙烯法
金路集团	30	电石法
英力特	27.5	电石法

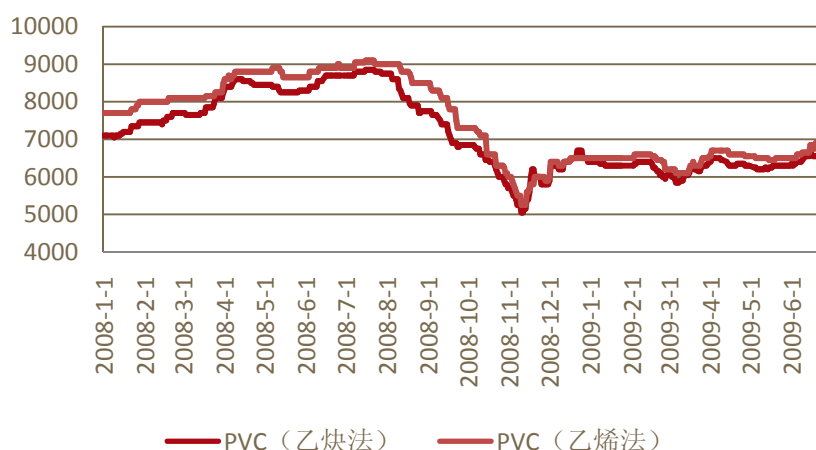
资料来源：方正证券研究中心

图表 28 国内部分规划 PVC 新增产能分布情况

公司	工艺	产能	投产时间
平顶山煤业集团	电石法	30	2010
内蒙古君正化工	电石法	24	2009
甘肃新川化工	电石法	20	2009
内蒙古新大洲能源科技公司	电石法	20	2009
新疆天业集团	电石法	20	2008
宁夏金昱元化工集团	电石法	40	-
内蒙古兰泰	电石法	20	2008

资料来源：方正证券研究中心

图表 29 PVC 价格走势



资料来源：化工在线 方正证券研究中心

八、化肥行业整体萎靡

1、我国主要粮油作物播种面积小幅增长体现对化肥一定的需求刚性

据国家粮油信息中心 6 月预测，2009 年中国玉米播种面积为 2,900 万公顷，较 2008 年的 2,880 万公顷增加 20 万公顷，增幅 0.7%。2009 年中国小麦播种面积为 2,401 万公顷，较 2008 年 2,390 万公顷略有增长。2009 年中国稻谷播种面积为 2,975 万公顷，较 2008 年 2,940 万公顷增长 35 万公顷，增幅 1.2%。2009 年中国大豆的播种面积为 920 万公顷，较 2008 年的 955 万公顷减少 35 万公顷，减幅 3.7%。2009 年中国油菜籽播种面积为 700 万公顷，较 2008 年 650 万公顷增长 50 万公顷，增幅 7.7%。除大豆外，其它作物播种面积均有小幅增长，表现出对化肥一定的需求刚性。

图表 30 我国主要粮油作物播种面积

作物	2006	2007	2008	2009E	同比增长
玉米	28463	29478	28800	29000	0.7%
小麦	23613	23721	23900	24010	0.5%
稻谷	28938	28919	29400	29750	1.2%
大豆	9304	8754	9550	9200	-3.7%
油菜籽	5984	5642	6500	7000	7.7%

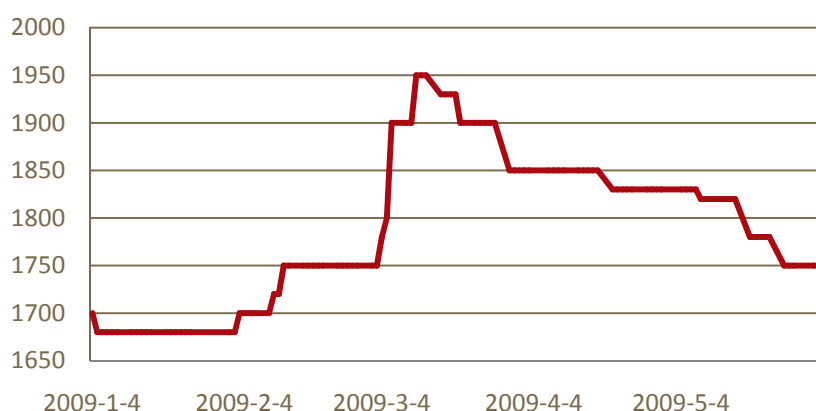
资料来源：国家粮油信息中心 方正证券研究中心

2、尿素产能不断扩大，价格走低导致旺季产量环比下降

据中国化工信息中心统计，2007 年中国尿素产能达到 5400 万吨，实际产量也将从 2000 年的 3070 万吨达到目前的 5000 万吨以上。2008 年，中国在建和拟建尿素项目已超过 610 万吨，2009 年已经公布拟建项目有 240 万吨，预计扩能速度较 2008 年有所减缓，2010 年的尿素新建项目增幅将低于 2009 年，但产能继续放大。

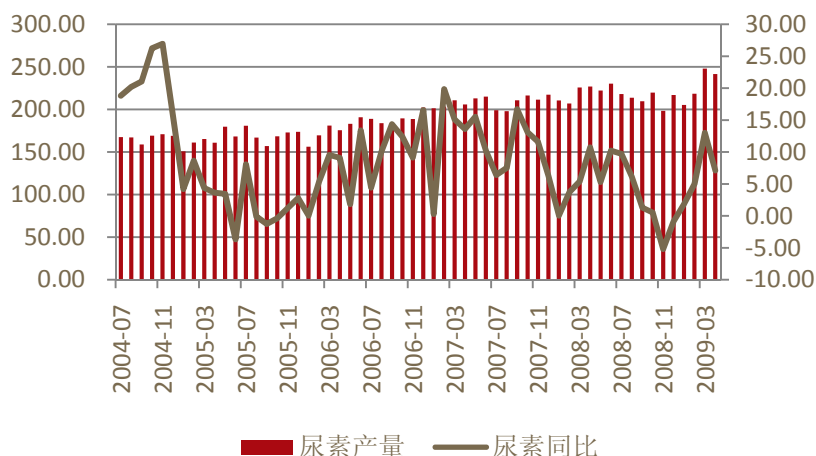
与此同时，尿素价格持续低迷，3 月份曾涨到 2950 元/吨之后持续下滑，一直到目前的 1700 元/吨左右。导致在 4 月旺季尿素产量环比出现下滑。

图表 31 尿素价格走势



资料来源：化工在线 方正证券研究中心

图表 32 尿素产量与同比



资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

关税调整的可能性已经不大，局部地区市场逐渐启动，但在全国供过于求的情况下，涨价力度略显薄弱，而且在南北价格比拼的过程中，未来国内主流价格仍会继续下滑。针对 6 月份的尿素价格，下跌的概率

大于上行或趋稳，6月下旬陆续开始的夏耕对尿素价格企稳会起到积极作用，维持尿素“中性”评级。

2、磷肥夏季入“寒冬”

磷肥需求相对低迷，难有较大增长。2007年磷肥需求出现近8年来首次下降，降幅达5.3%；2008年仍有较大幅度下滑，降幅超过20%；进入2009年以来，DAP需求出现反弹，比去年同期有所增长，但MAP、NPK需求同比出现下降。据中化化肥农大研发中心数据显示，2009年预计全国新增化肥需求104万吨P2O5，其中磷肥需求总量为1171万吨P2O5，比上年增长22万吨P2O5。

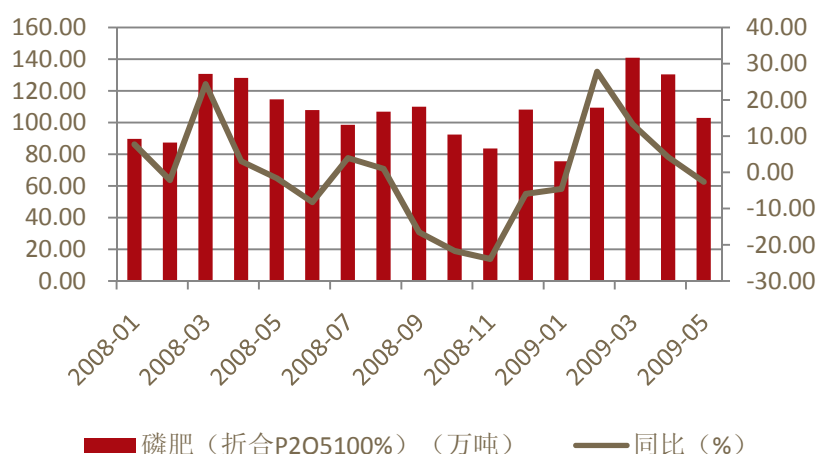
供大于求严重，市场持续低迷。据IFA预测分析，2009年国内磷肥供需平衡关系将出现大量过剩，过剩将超过250万吨P2O5，在出口没有更大突破的情况下，国内供大于求依然严重，市场将长期处于低迷状态。

开工率严重不足，行业无法满负荷生产。据协会数据，目前DAP产能超过1100万吨、MAP产能超过1300万吨，在册的NPK生产企业4400家，总产能超过2亿吨，但目前产量只有0.5亿吨左右，约有70%以上的产能处于闲置状态。

国际贸易趋冷，化肥出口长期受限。新周期下，整体市场处于低迷状态，需求减少导致贸易萎缩。据IFA估计，2008年全球磷酸盐贸易为950万吨P2O5，比2007年下降10%。国际贸易价格不断下滑，目前美湾DAPFOB价保持在340美元/吨左右，交易清淡。中国2008年12月-2009年2月共出口磷复肥仅92万吨，同比下降43.8%，在新关税政策、低于国际市场价格的情况下，国内出口依然不好。

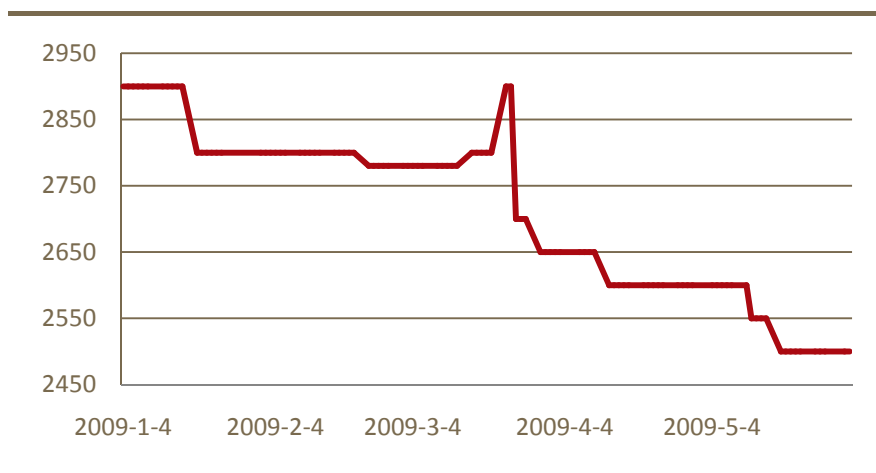
综上所述，维持磷肥行业“中性”评级。

图表 33 磷肥产量及同比



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 34 磷肥（二胺）价格走势



资料来源：化工在线 方正证券研究中心

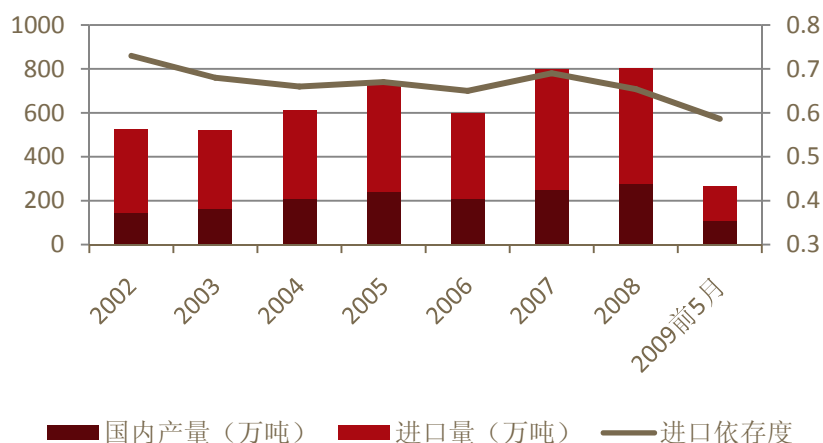
3、钾肥价格严重下滑

国际钾肥供大于求。受 2005~2008 年钾肥价格狂飙、利润丰厚刺激，近几年俄罗斯、白俄罗斯、加拿大、美国、以色列、德国等主要钾肥生产国均不同程度地扩大了其钾肥产能。根据 IFA 公布的数据，2008 年全球钾肥总供应量达 3554.4 万吨，实际消费量仅 3330.2 万吨，过剩 220 余万吨。

需求萎缩导致钾肥库存不断增加。受国际金融危机影响，国际农副产品价格自去年 10 月以来持续下跌，严重挫伤了农民的种植热情，减少了农业对化肥的需求。其中，中国一季度钾肥用量同比已经减少了 30%，巴西、印度、美国等钾肥用量同比分别减少了 20%、35%和 17%，其他国家钾肥用量也有不同程度的减少，最终导致国际钾肥库存迅速增加至目前的 2000 余万吨。

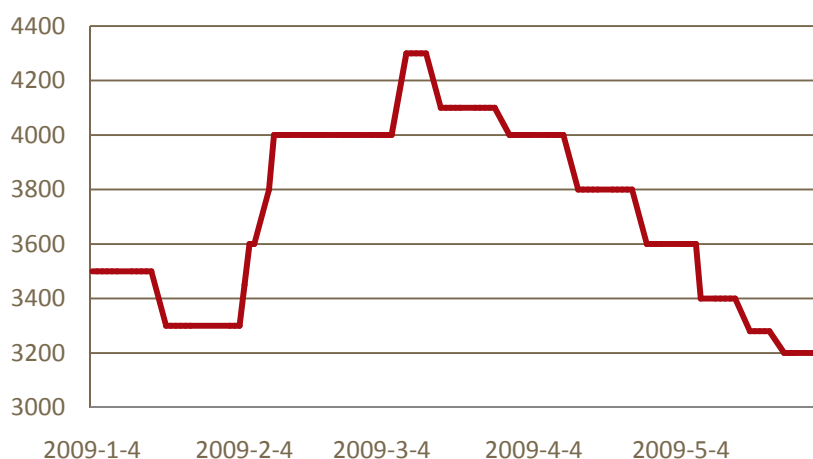
国内钾肥自给有余。一方面，近两年的“天价”钾肥伤害了中国农民的感情和施用钾肥的积极性，导致从 2007 年下半年开始，国内钾肥消费量不增反降，2008 年降至 700 万吨左右，年节余钾肥 680 万吨，超过全年进口钾肥量；另一方面，随着盐湖钾肥、新疆罗布泊等百万吨钾肥基地的建成投产，中国钾肥产能、产量不断增加，今年有望生产钾肥 400 余万吨。如果按去年 700 万吨消费量计算，中国今年即便不进口钾肥，也能保证国内需求并略有富余。

图表 35 钾肥产量及进口量



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 36 钾肥价格走势



资料来源: 化工在线 方正证券研究中心

九、重点公司推荐

1、兴化股份

公司是国内最大的专业硝酸铵生产企业,市场占有率位居行业首位。公司主要生产销售硝酸铵、多孔硝酸铵、硝基复合(复混)肥、硝酸等产品,其中硝酸铵系列产品是其主要收入和利润来源。

公司在硝酸铵行业的竞争优势主要体现在气头成本优势、规模优势、质量优势三个方面。其中,最明显的是成本优势。公司生产硝酸铵的主要原材料合成氨采用的是天然气路线,气源来自陕天然气公司,目前进厂含税价约 1.03 元/立方米,普通硝酸铵每吨完全成本仅有 1500 元左右,多孔硝酸铵每吨完全成本仅比普通硝酸铵多 70-80 元,但价格却多出 300 元左右。

预计公司 2009 和 2010 年的 EPS 为 0.50 元和 0.65 元。考虑到公司收入稳定，成长性较好同时具备估值优势，给予“增持”的投资评级。

2、柳化股份

公司拥有的壳牌煤气化技术是世界上最为先进的煤气化技术之一，公司计划利用煤气化平台联产尿素、硝酸系列、甲醇以及醋酸等产品，依靠技术和成本优势，通过产能复制、下游延伸和行业整合获得成长。

公司控股 88%的柳化钾肥主要产销硫酸钾、硝酸钾及相关系列产品，通过投资无氯钾肥业务拓展产业链，可提高合成氨产能利用率。柳化钾肥 2008 年实现净利润 507.8 万元。2007 年公司收购新益矿业 90%股权以确保原料煤的供应，截止 2009 年 5 月其 1 矿井建设已进入后期。截至 2008 年中期，公司两钠系统扩能改造项目 6 万吨/年两钠项目已建成投产。2008 年 12 月，公司拟通过收购柳州盛强化工 60%股权，新增双氧水经营品种。其设计产能 20 万吨/年，配套浓品过氧化氢 4 万吨/年。目前一期工程已投产，生产规模为工业级稀品过氧化氢 10 万吨/年，配套浓品过氧化氢 2 万吨/年；二期工程正在建设之中。

我们预计柳化股份 2009-2010 年 EPS 分别为 0.41、0.56 元，如果浓硝酸和硝铵行业持续复苏，2010 年公司业绩可能超预期，维持“增持”评级。

3、黔轮胎 A

公司目前产能约 500 万套，其中全钢载重子午线轮胎产能约 200 万套。公司未来发展战略为全钢载重子午线轮胎产品。“年产 40 万条高性能载重子午线轮胎技术改造项目”一期工程 2008 年下半年建成，2008 年已生产 20 万条。二期“年产 80 万条高性能载重子午线轮胎”项目已开工建设，建设周期两年；“年产 70 万条子午线轮胎建设项目”正在进行前期准备，全钢载重子午线轮胎产品产能将持续扩大。

公司受益于国家基础建设投入的加大，以及经济形式的逐步好转对公路货运的需求增长，未来公司轮胎产品市场需求稳定，毛利率有提升的空间，产能继续提高，我们预计未来 2-3 年公司业绩将持续增长。我们预计 2009 年-2010 年公司 EPS 分别为 0.46 元和 0.59 元，给予“增持”的投资评级。

4、诺普信

公司一直专注于农药制剂研发、生产与销售，依托于国内领先产品开发平台和全国性营销网络及植保技术服务体系，为全国农村科学防治病虫害提供高效、低毒、安全农药制剂产品以及植保技术服务，形成集技术研发、产品生产、销售与技术服务于一体产业链，是华南地区最大农药企业，国内规模最大、品种最全农药制剂厂家，最大农药水基化制剂研发及产业化基地，已登记产品 395 个，涵盖大多数农用化合物，使用范围覆盖全国 80%以上作物病虫害。

公司分别以募集资金 6461 万元和 4339 万元投资年产 2 万吨水基化环保型农药制剂产业化和西北生产基地环保型农药制剂，预计年净利润 3399 万元和 1766 万元。

我们预测公司 2009-2010 年公司的每股收益分别为 0.74 元和 0.98 元。诺普信作为我国农药制剂行业龙头，企业品牌如日中升，市场份额在迅速扩大，鉴于公司高成长性，盈利增长确定，给予公司“增持”的投资评级。

5、扬农化工

公司是国内唯一以拟除虫菊酯杀虫剂为主导产品的上市公司，目前拥有国内规模最大、配套最全的菊酯产业链，主导产品卫生用菊酯和农用菊酯的原药生产能力分别在 2000 吨/年和 1500 吨/年左右，其中国内卫生杀虫剂市场占有率达到 70%，全球销量排名第二，产品远销东南亚、欧洲等十多个国家和地区。

在国际上，菊酯产品在农药中占 20% 的比例，国内目前在 8% 的水平，另外公司率先在国内同行中通过 ISO9000 和 ISO14001 体系认证，由于国家从 04 年起禁止和限制甲胺磷、久效磷、磷胺等 5 种高毒有机磷农药品种在除棉花以外的农作物使用，07 年起全国禁止在农业上使用，由此使国内市场对高效、低毒、低残留的农药杀虫剂需求量较大，为公司提供良好的外部条件。

我们预计公司 2009-2010 年的每股收益分别为 1.69 元和 2.14 元，如果公司增发 1800 万股，则 2009-2010 年业绩分别有 15% 左右的摊薄，分别为 1.67 元和 1.86 元，给予“买入”的投资评级。

6、烟台万华

公司目前占有国内 MDI 市场 36% 份额，共有烟台和宁波两套 MDI 装置，合计总产能达 50 万吨/年。预计 2010 年宁波装置二期“24 扩 30”技改扩产完成后，公司 MDI 产能将达到 78 万吨/年，将成为亚洲最大 MDI 生产厂商、世界第五的 MDI 供应商，届时宁波 MDI 生产基地将成目前全球单一生产基地规模最大、一体化程度最高、极具低成本竞争力的 MDI 生产基地。截止 07 年底，全球仅有 8 家公司可以生产 MDI。

聚合 MDI 主要用于冰箱冷柜、屋顶、冷库、供暖管道保温等领域。在全球市场，建筑保温材料占据 MDI 需求的 50%，而在中国除了北京、上海等大都市中的高档社区和写字楼应用外，其他领域几乎是一片空白。2009 年 5 月，建设部等部门正研究制定《建筑节能三年规划》，2009 年将全面推动建设领域节能减排，力争全国新建建筑施工阶段执行节能强制性标准的比例达到 90% 以上。我国每年新建建筑需保温面积约 5 亿平米，存量建筑待保温面积 500 亿平米，建筑保温市场巨大。据测算，我国新建建筑节能在 2009-2010 年将至少提升 MDI 需求量 4.7 万吨和 6 万吨左右，最多将达到 19 万吨和 24 万吨。聚合 MDI 目前全球仅 6 家大规模 MDI 生产企业，我国内资企业仅烟台万华一家生产商。

我们预计公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.88 元，1.05 元，给予“增持”的投资评级。

7、红宝丽

公司具有近 20 年研究开发、生产经营聚氨酯系列产品历史，具有 4 万吨硬泡组合聚醚、2 万吨异丙醇胺、1 万吨水泥外加剂的生产能力，公司硬泡组合聚醚生产规模居国内第一，异丙醇胺生产规模居亚洲第一，全球第三。位列中国化工企业 500 强、中国化工合成树脂行业 50 强和中国化工企业经济效益 500 强。公司未来将专注于发展聚氨酯硬泡组合聚醚、异丙醇胺、水泥外加剂三大主业产品，而水泥外加剂主要原料为公司自产的三异丙醇胺，且异丙醇胺和组合聚醚均以环氧丙烷为主要原料，成本优势较为明显。

在硬泡组合聚醚领域，公司是国内硬泡聚醚最大的供应商，国内主要冰箱（柜）生产企业成为公司客户，如三星、美的、新飞、美菱、海信科龙、小天鹅等企业，公司产品已进入太阳能热水器领域。公司在 2007 年参与制订《建筑板材用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》后，2008 年又牵头起草《太阳能热水器用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》，公司行业地位得到国家权威部门进一步认可。同时通过积极拓展国际市场，与国际冰箱生产企业如韩国 LG、韩国三星、土耳其伟士达等公司进行技术交流与合作，公司硬泡聚醚产品已经开始出口韩国、土耳其等国。2008 年组合聚醚在国内冰箱（柜）等冷藏行业的市场占有率在 28% 左右。产品出口 2529 万美元，同比增长 41.69%。

我们预计公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.67 元和 0.73 元，考虑到公司产能扩张明确，家电下乡、节能环保为组合聚醚保驾护航，我们维持公司“增持”的投资评级。

8、时代新材

公司 2009 年完成营业收入 15 亿元没有问题，这还不包括风电叶片、专用防水涂料和 CA 砂浆可能的营业收入。公司 2009 年的营业收入增长率将达到或超过 40%，而受益于国家基础建设投入、大力发展高速铁路，公司 2012 年目标为实现营业收入 30 亿元，那么近四年公司年复合增长率将超过 40%。实际上公司近年来发展一直很迅速，营业收入从 2004 年的 4.06 亿元到 2008 年的 10.46 亿元，年均复合增长率也将近 40%。

公司 2009 年度非公开发行 A 股预案，公司拟向特定对象非公开发行股票数量不超过 6,000 万股，募得资金不少于 8.13 亿元，将投向高分子减振降噪弹性元件产品扩能项目、增资时代绝缘并用于高性能特种电磁线提质扩能项目、兆瓦级风电叶片产业化项目和建筑工程抗震减隔振（震）产品产业化项目。四个项目均围绕着公司同心多元化的发展战略，紧扣国家铁路、轨道交通发展和新能源、低碳经济发展的要求，项目建成后将进一步增强盈利能力并提高市场地位。

我们认为公司近几年将保持高速稳定的增长，应享受成长性溢价，预计 2009 年-2010 年每股收益分别为 0.51 元和 0.69 元（未考虑本次发行），维持公司“买入”的投资评级。

9、重点公司估值

简称	股价	EPS			PE			评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	
兴化股份	10.17	0.46	0.50	0.65	22.11	20.34	15.65	增持
柳化股份	10.30	0.34	0.41	0.56	30.29	25.12	18.39	增持
黔轮胎 A	12.39	0.20	0.46	0.59	61.95	26.93	21.00	增持
诺普信	19.29	0.60	0.74	0.98	32.15	26.07	19.68	增持
扬农化工	35.47	1.57	1.67	1.86	22.59	21.24	19.07	买入
烟台万华	17.88	0.91	0.88	1.05	19.65	20.32	17.03	增持
红宝丽	17.87	0.60	0.67	0.73	29.78	26.67	24.48	增持
时代新材	15.88	0.23	0.51	0.69	69.04	31.14	23.01	买入

注：股价为 7 月 21 日收盘价

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南长沙芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼方正证券（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦四楼（310006）
电话：	（86731）85832351	（86571）87782600
传真：	（86731）85832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com