

长期步入复苏 短期谨慎回调

推荐（维持）

2009 年 8 月投资月报

化工行业研究

2009 年 8 月 18 日

投资要点：

- **行业盈利复苏明确，产能过剩仍为上行压力。**受房地产投资和汽车等先导性行业持续的需求拉动，化工行业主要产品的产量和价格都已止跌回稳，出现复苏的迹象，企业的盈利状况也得到明显改善。短期内部分产品需求的增长一定程度上掩盖了产能过剩矛盾，但预计新建及在建产能在较长的时间内仍将给价格持续上涨造成压力。
- **受国际尿素价格及需求预期支撑，国内尿素价格将触底反弹。**受原油价格上涨、主要消费国采购量增加及生产商停产检修的共同影响，国际尿素价格出现小幅上涨。而且，即将到来的秋播提升了对尿素需求的预期，加上现在尿素价格的低位态势，我们预计 3 季度末国内尿素价格将出现小幅度上涨。另外，煤炭价格的下滑也将改善煤头尿素企业的盈利状况，重点关注华鲁恒升（600426）。
- **房地产拉动纯碱需求。**房地产行业的复苏带动了玻璃需求的提升，目前玻璃行业量价齐升，作为玻璃主要原材料的纯碱价格仍处于低位，受益于玻璃产量的持续增加，纯碱企业的开工率大幅上升。我们认为随着 10 年初纯碱迎来消费高峰，将带动纯碱价格上涨，使企业摆脱亏损的局面。山东海化（000822）盈利弹性较大，在行业复苏中将得到更快的增长。

存在风险：

- 政策效应减弱，房地产等行业复苏进程低于预期。
- 市场整体下行的系统性风险释放。

综合评价及评级调整：

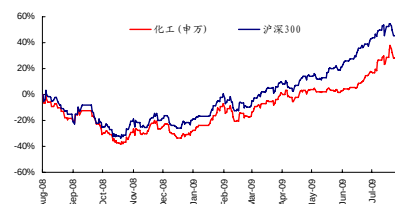
- 受国家政策拉动，化工行业的下游房地产、汽车等复苏迹象明显，并已向化工等中游行业传导，化工部分子行业产量、价格均出现上涨，企业的盈利能力也得到改善，考虑到确定的复苏势头和相对较低的估值水平，维持化工行业“推荐”评级。短期内市场系统性风险释放，重点关注各子行业中的龙头企业的投资机会。

原材料与机械装备小组

Tel.: 010-59355991

Email: yuw1@chinans.com.cn

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

《油价持续上涨 关注结构机会》，2009 年 6 月 11 日

《行业 PMI 收缩，分化势将加剧》，2009 年 5 月 10 日

《生产初步回暖 趋势尚待确认》，2009 年 4 月 13 日

《产品价格稳中有升 供求矛盾风险加大》，2009 年 3 月 10 日

目 录

一、化工产品价格分析	4
二、主要子行业运行情况	5
（一）农化行业	5
（二）新材料	8
（三）氯碱	9
（四）纯碱	10
三、重点公司盈利预测	12

插图目录

图 1 国内钾肥价格持续下跌	5
图 2 国际 MOP 价格下跌明显	5
图 3 北美钾肥库存持续增长	6
图 4 HUB 天然气价格小幅上涨	6
图 5 国际市场尿素价格上涨	6
图 6 国内煤炭价格较为稳定	7
图 7 国内尿素价格止跌回稳	7
图 8 国际 DAP 价格小幅上涨	7
图 9 国内磷肥价格继续走低	7
图 10 温哥华硫磺 FOB 价格走势	8
图 11 国内液态硫磺价格走势平稳	8
图 12 草甘膦价格持续低位	8
图 13 MDI 与苯胺价格价差减小	9
图 14 TDI 价格持续持续上涨	9
图 15 DMC 价格小幅波动	9
图 16 DMF 价格走势平稳	9
图 18 PVC 价格上涨	10
图 19 电石法 PVC 与电石价差扩大	10
图 20 乙烯价格平稳	10
图 21 烧碱价格持续下跌	10
图 22 纯碱价格稳中有升	11

图 23 玻璃价格持续上涨.....	11
图 24 玻璃产量反弹.....	11

表格目录

表 1: 主要化学品价格变动表.....	4
表 2 重点公司盈利预测及投资评级（采用 2009 年 8 月 17 日收盘价）.....	12

一、化工产品价格分析

我国积极的财政政策刺激了固定资产投资的高速增长，房地产和汽车等先导性行业的率先出现了复苏。目前，通过产业链的传导，中游的钢铁、化工等行业受需求的拉动，主要产品的产量和价格都已止跌回稳，出现反弹的迹象，企业的盈利状况也得到一定改善。但是化工行业产能过剩的问题还比较严重，新建及在建产能在一较长的时间内仍将给价格持续上涨造成一定压力。

表 1：主要化学品价格变动表

单位：元/吨

化学品名称	当前价格	本月价格波动范围	一月均价变动	三月均价变动	去年同期价格
苯胺	9100	9100-9300	-2.15%	24.66%	14600
纯苯	6100	6100-5700	7.02%	17.31%	9800
甲苯	6550	6150-6550	6.50%	22.43%	8150
BOD	12000	12000-12300	-2.44%	-17.24%	17200
环氧氯丙烷	10500	9300-10500	12.90%	20.69%	13300
环氧乙烷	10400	10400-10600	-1.89%	4.00%	17400
甲醇	2060	1900-2060	8.42%	9.57%	3430
甲醛	1100	1070-1100	2.80%	0.00%	1690
DMF	5100	5150-5100	-0.97%	-1.92%	7200
MDI	15400	15000-15400	2.67%	-6.10%	21000
PTMEG	22000	22000	0.00%	7.32%	28000
TDI	26000	24000-26000	8.33%	4.00%	37000
草甘膦	20500	20500	0.00%	-8.89%	75000
二甲醚	2780	2720-2780	2.21%	-3.47%	5000
DMC	18800	18800-19500	-3.59%	-6.00%	31000
双酚 A	10800	9600-10800	12.50%	17.39%	16000
四氢呋喃	15500	14800-15500	4.73%	4.73%	23800
PVC（乙炔法）	6950	6500-6950	6.92%	11.20%	8100
PVC（乙烯法）	7200	6800-7200	5.88%	10.77%	8800
纯碱	1130	1100-1130	2.73%	0.00%	2030
烧碱	2240	2240-2450	-8.57%	-17.04%	3700
钛白粉	18700	18700	0.00%	1.08%	18960
电石	3100	3100	0.00%	-1.59%	4750
硫磺	532	532-548	-2.92%	-14.19%	4950
液氯	1250	1000-1250	25.00%	25.00%	1300
黄磷	12500	12500	0.00%	-8.09%	23500
尿素	1600	1600-1680	-4.76%	-12.09%	2430
DAP	2300	2300-2450	-6.12%	-10.00%	4260
氯化钾	2900	2900	0.00%	-14.71%	4800

数据来源：化工在线 民族证券研究中心

二、主要子行业运行情况

（一）农化行业

2009 年上半年国际主要钾肥生产商的减产效果明显，其中 Uralkali 共生产钾肥 115 万吨，比去年同期减少 150 万吨，下降幅度 57%；Silvinit 生产钾肥 120 万吨，下降幅度达 58%，其他生产商减产幅度也均超过 50%。但下游需求的下滑幅度更大，北美钾肥库存仍然持续上涨。

在印度 2009 年钾肥进口长单合同的谈判中，俄罗斯 silvinit 首先报出了 460 美元/吨的低价，此价格已被国际钾肥的主要供应商所接受，7 月份 IPC、ICL、K+S、Canpotex、APC 和 BPC 相继与印度达成采购协议，总计采购量接近 265 万吨。国际钾肥价格由此也出现了大幅的下调，MOP 价格由此前的 735 美元/吨左右下调至 500-550 美元。较低的价格将在一定程度上刺激下游需求的恢复，但由于目前高库存水平，我们认为短时期内国际钾肥价格上涨的空间不大。

自春耕结束后，国内钾肥的需求持续走弱，价格也一直处于下跌过程。主要生产企业盐湖钾肥下调其氯化钾产品价格并没有提升需求，第二季度的销售仅为 10 万吨，环比一季度下降 77%。进入 8 月份，下游的复合肥生产企业已经开始为秋收进行生产采购，但由于今年钾肥及磷肥市场价格波动较大，复合肥企业采购比较谨慎，市场并没有出现传统的旺季行情，价格的上涨存在较大压力。另外鉴于国内钾肥的库存及销售情况，中国今年大规模进口钾肥可能性较小。

图 1 国内钾肥价格持续下跌

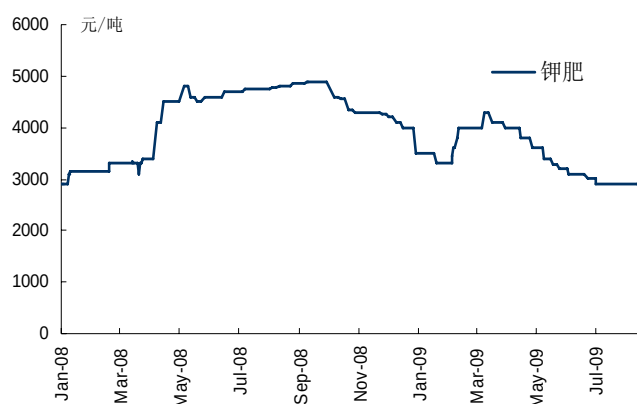
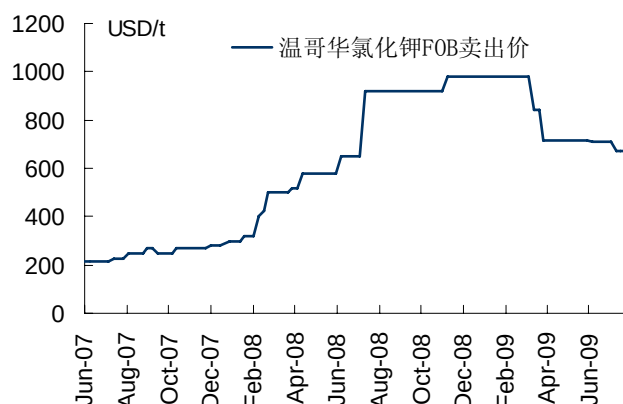


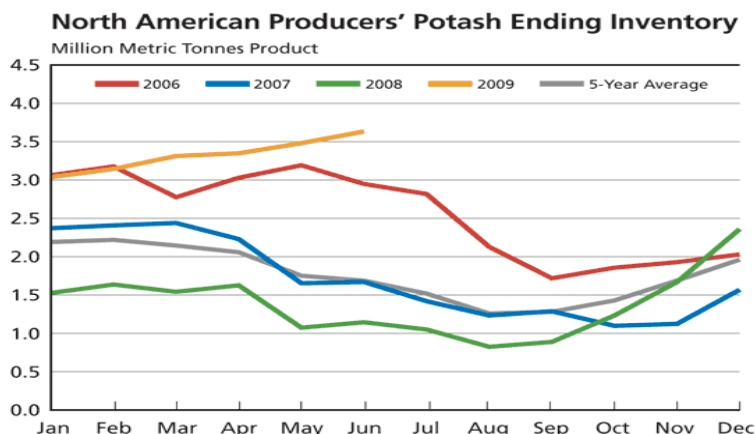
图 2 国际 MOP 价格下跌明显



数据来源：化工在线 民族证券研究中心

数据来源：Bloomberg 民族证券研究中心

图3 北美钾肥库存持续增长

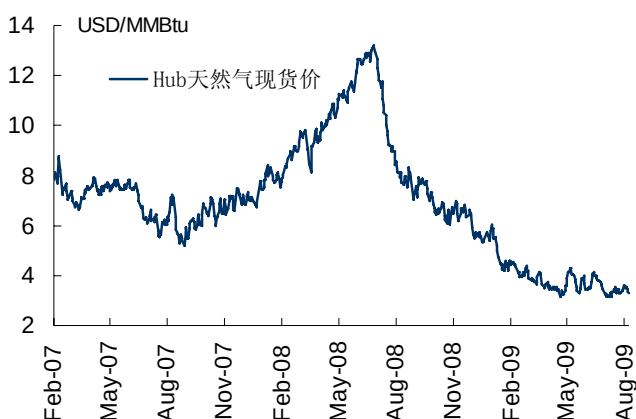


数据来源: PotashCorp

国际原油价格稳定在 60-70 美元/桶, 带动天然气价格出现了小幅上涨, 另外近期印度等国家尿素采购量有所增加, 以及 FUS 等主要生产商进行夏季检修, 短期供应紧张的预期和成本推动尿素价格小幅反弹, 尤日内小颗粒 FOB 价格涨至 260 美元/吨, 而阿拉伯湾小颗粒 FOB 已涨至 270 美元/吨。我们认为随着部分生产商夏季检修结束使得国际尿素的供需重新出现平衡, 未来国际尿素的价格可能在第三季度出现一定的回落, 但由于中国尿素出口淡季九月份结束, 届时中国的出口量将有一定幅度的降低, 国际价格回落的空间也不大。

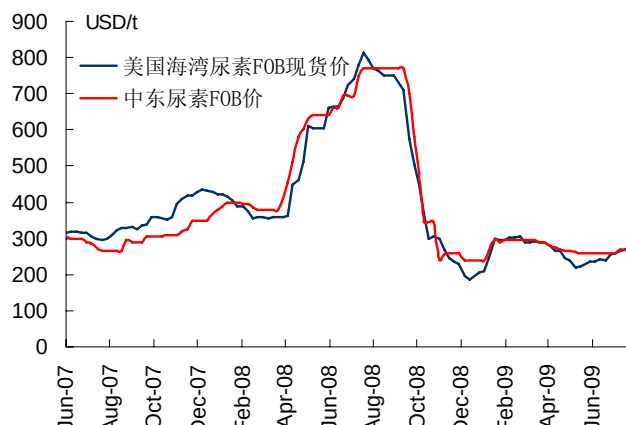
春耕过后, 国内尿素价格出现持续下滑, 目前尿素平均价格已跌至 1560 元/吨, 接近部分企业的成本价格。目前由于国际尿素价格回升, 国内尿素企业出口已经能够获得微利, 而且出口淡季的延长也使得国内尿素的淡季出口量或比预期中的高, 而且即将到来的秋播, 也将明显提升国内氮肥的需求。我们预计随着需求的拉动, 尿素价格将触底反弹。而且国内煤炭价格由于产量增加、需求下降以及国外低煤价的影响, 未来至冬季供暖季节之前的期间还将存在一定的下跌空间, 这将降低煤头尿素生产企业的生产成本, 改善盈利状况。

图4 Hub 天然气价格小幅上涨



数据来源: Bloomberg 民族证券研究中心

图5 国际市场尿素价格上涨



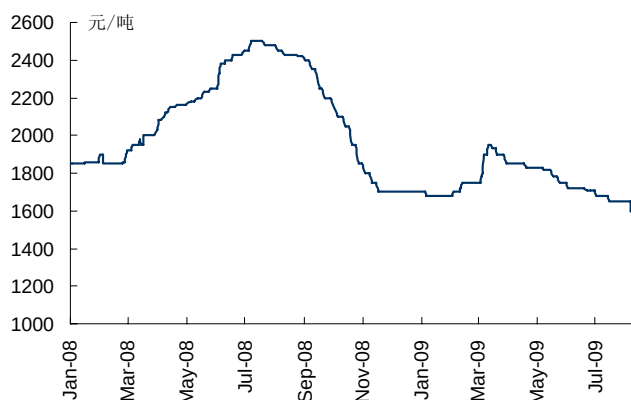
数据来源: Bloomberg 民族证券研究中心

图 6 国内煤炭价格较为稳定



数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 7 国内尿素价格止跌回稳

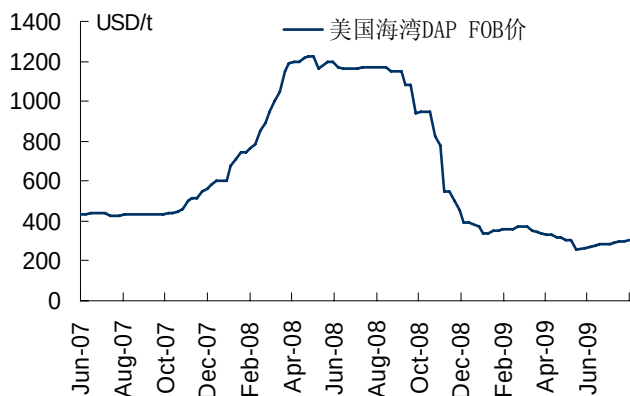


数据来源：化工在线 民族证券研究中心

巴西等国家对于磷肥持续的需求使得国际磷肥价格仍然保持小幅的上涨，目前美国海湾 DAP 的 FOB 价格已经升至 306 美元/吨，波罗的海 MAP 的 FOB 价格也上涨至 320 美元/吨，虽然仍低于国内相应磷肥价格，但国内磷肥企业积极准备出口，且出口量已经有所增加。但由于出口淡季即将于九月到期，国内磷肥的出口不会有大幅的变化，库存较高的现象仍将存在。

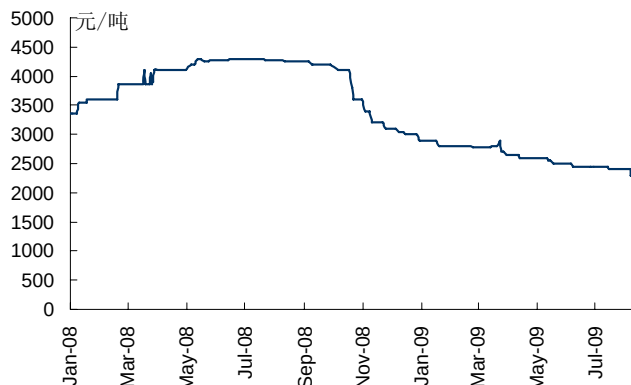
国内磷肥价格仍然维持低位运行，66%的二铵价格在 2000-2200 元/吨，55%的一铵价格在 1650 元/吨左右，已经接近生产成本。秋播或将提升国内磷肥的需求，但由于国内磷肥产能过剩的问题比较严重，目前部分企业仍有较高库存，将成为磷肥价格上涨的压力，磷肥企业摆脱目前的亏损状况还将需要一段较长的时间。

图 8 国际 DAP 价格小幅上涨



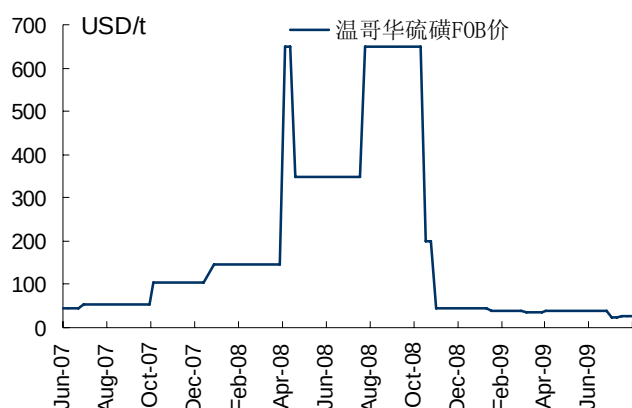
数据来源：Bloomberg 民族证券研究中心

图 9 国内磷肥价格继续走低



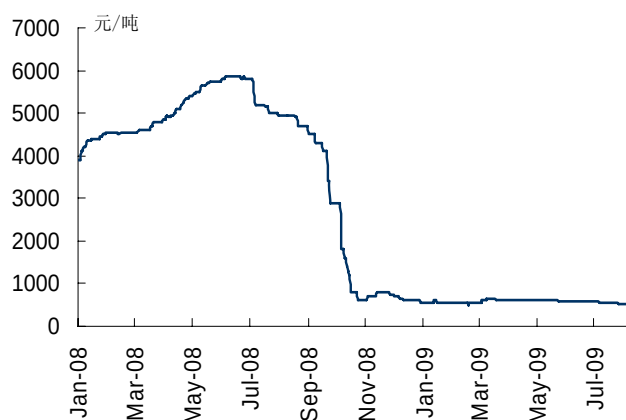
数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 10 温哥华硫磺 FOB 价格走势



数据来源: Bloomberg 民族证券研究中心

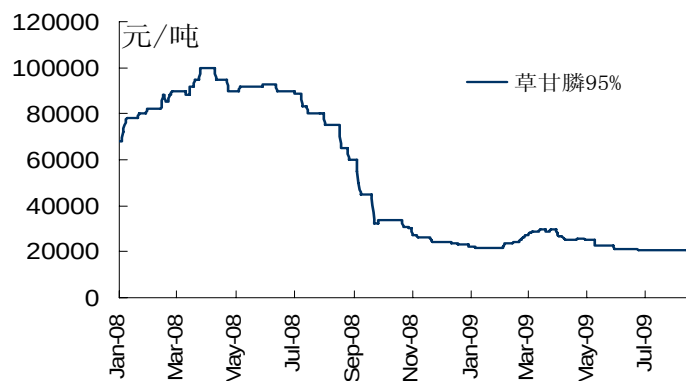
图 11 国内液态硫磺价格走势平稳



数据来源: 化工在线 民族证券研究中心

受出口衰退的影响, 农药市场价格和销售逐月下降, 平均出厂价格同比下降 3.67%, 环比下降 3.47%, 其中主要除草剂草甘膦的价格已经跌至 20000 元/吨, 农药生产企业出现产品积压、开工率下降等情况, 库存量同比增长 9.47%, 供大于求逐步显现。但随着夏秋农业用药高峰的到来, 农业价格持续下跌的状况将得到遏制, 农业市场的运行状况将逐渐稳定。

图 12 草甘膦价格持续低位



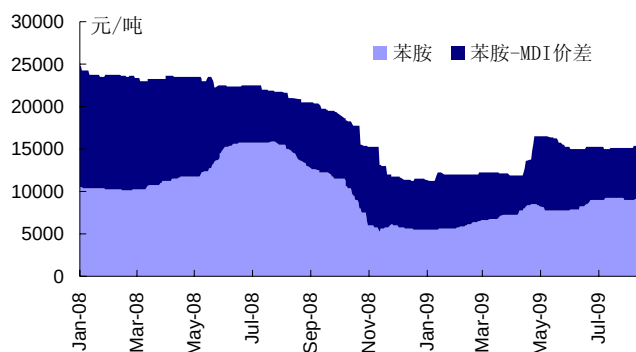
数据来源: 化工在线 民族证券研究中心

(二) 新材料

随着房地产销售的转暖, 家装市场出现了复苏的迹象, TDI 的价格也大幅上涨, 近一个多月涨幅超过 20% 以上, 企业的开工率也有明显上升, 多数 TDI 生产企业接近满负荷生产, 目前下游需求仍然比较旺盛, 短期内

价格还将维持上涨的态势，但随着目前商品房成交量的下滑，TDI 的需求也将逐渐放缓，价格随之下行的可能也将加大。

图 13 MDI 与苯胺价格价差减小



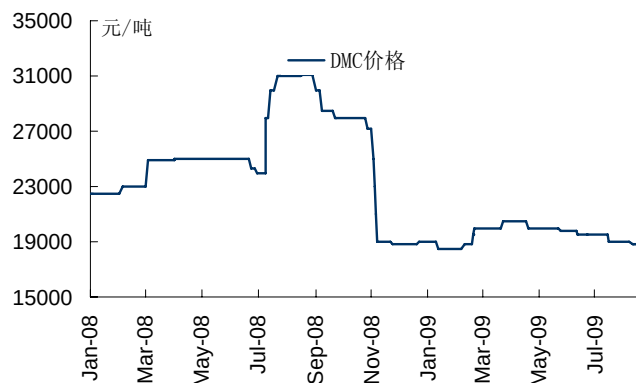
数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 14 TDI 价格持续持续上涨



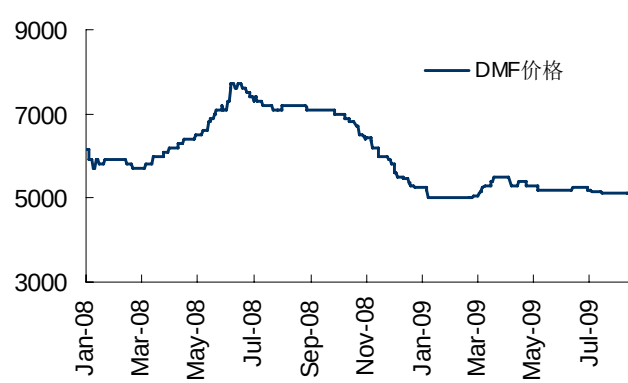
数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 15 DMC 价格小幅波动



数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 16 DMF 价格走势平稳



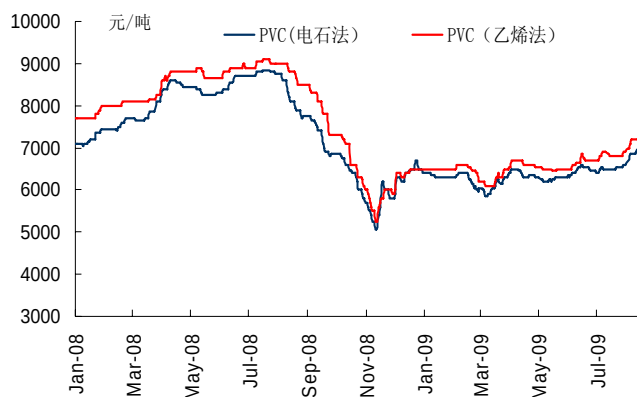
数据来源：化工在线 民族证券研究中心

（三）氯碱

由于受前期国际原油价格上涨影响，乙烯价格也出现了一定的上涨，推动国外 PVC 价格反弹，并通过贸易向国内传导。另外受房地产、汽车等下游消费的拉动，PVC 需求近几个月连续攀升，4、5、6 月单月 PVC 消费量分别为 92 万吨、97 万吨、101 万吨，6 月份的消费更是突破了前期的高点，部分缓解了产能过剩的状况。近期 PVC 价格出现了较大幅度的上涨，乙烯法 PVC 的价格涨至 7200 元/吨，乙炔法 PVC 涨至 6950 元/吨，较前期均有 10% 以上的上涨，PVC 期货 0911 合约价格更是一度上涨至 8000 元/吨。7-9 月为 PVC 消费的传统旺季，再次期间 PVC 的价格还将有一点的上涨空间。

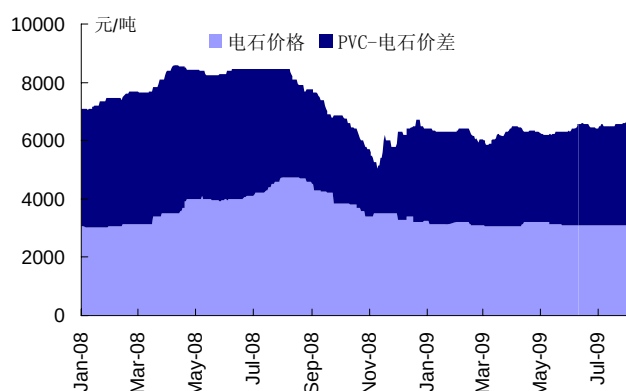
由于氯碱联产，受下游 PVC 需求的提升，氯碱企业的开工率有所提升，烧碱的产量也随之增加，但由于下游需求低迷没有明显改善，供大于求的局面使得烧碱的价格持续下跌，长三角地区 99% 的烧碱价格从 2 月份的 3200 元/吨降至目前的 2200 元/吨左右，下跌幅度超过 30%。但受到宏观经济的拉动效应，烧碱的主要下游氧化铝行业目前开车率较高，这将对烧碱价格止跌回稳形成有力的支撑，另外化纤、印染行业的复苏也将扩大烧碱的消费，改善烧碱行业目前产能过剩的局面。

图 18 PVC 价格上涨



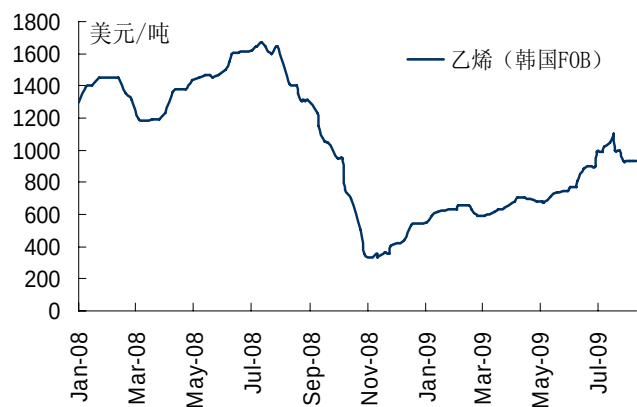
数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 19 电石法 PVC 与电石价差扩大



数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 20 乙烯价格平稳



数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 21 烧碱价格持续下跌



数据来源：化工在线 民族证券研究中心

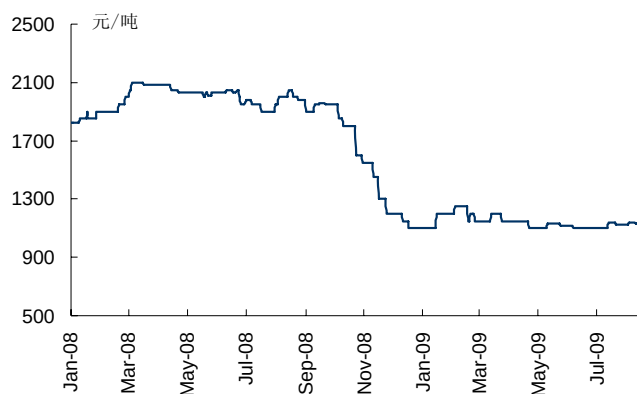
(四) 纯碱

继 6 月商品房新开工面积环比上涨 34% 后，7 月新开工面积仍然持续上涨，而且，政府或将通过提高需求的方式平抑短期内快速上涨的房价，我们预计未来新房开工面积将保持较高的增长。受此影响，玻璃的产量、

价格短时间内出现了较大幅度的上涨，6 月份平板玻璃的产量 4875 万重量箱，环比上涨 9.9%，同时玻璃价格反弹也较为明显，3mm 浮法玻璃由年初的 57 元/重量箱升至 6 月份的 70.43 元/重量箱，涨幅超过 20%。由于目前玻璃库存仍然保持在较低水平，随着未来玻璃产量的扩大，也将提升纯碱的需求。目前山东海化、三友化工等主要纯碱生产企业的开工率已经升至 80%。

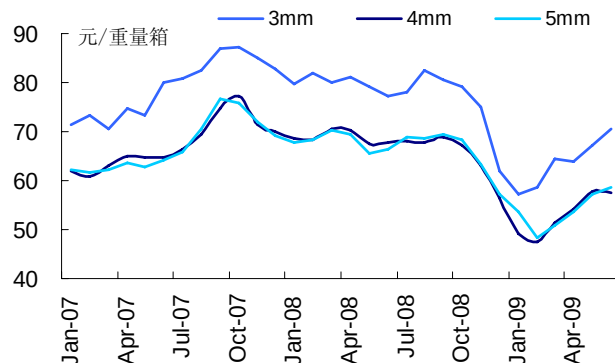
由于建筑墙体施工相对新开工时间约有 6-8 个月时滞，因此目前纯碱的消费高峰还未到来，另外纯碱的原料为原盐，因此未受到此轮原油价格上涨所带来的成本推动的影响，价格仍然维持在低位，目前华东地区轻质纯碱价格为 1115 元/吨，重质纯碱价格为 1150 元/吨，与成本价格非常接近，多数纯碱生产企业仍在亏损，但由于需求拉升的预期及玻璃价格上涨的联动作用，纯碱价格未来存在一定的上涨空间。

图 22 纯碱价格稳中有升



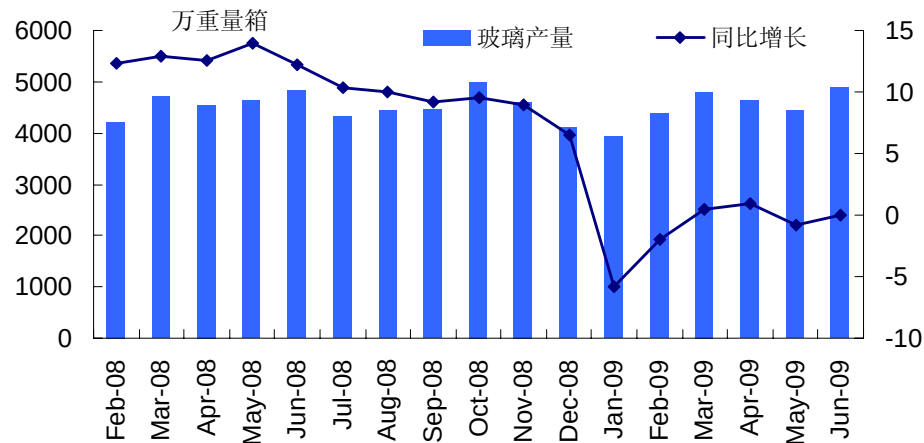
数据来源：化工在线 民族证券研究中心

图 23 玻璃价格持续上涨



数据来源：建材网 民族证券研究中心

图 24 玻璃产量反弹



数据来源：化工在线 民族证券研究中心

三、重点公司盈利预测

表 2 重点公司盈利预测及投资评级（采用 2009 年 8 月 17 日收盘价）

代 码	简 称	每股收益（EPS）			动态市盈率（PE）		评级	目标价
		08	09E	10E	09 E	10E		
600309	烟台万华	0.91	0.86	0.95	20.69	16.77	推荐	19.12
600596	新安股份 *	5.89	5.89	2.62	26.46	17.30	推荐	53.97
000422	湖北宜化	0.49	0.94	1.12	15.07	12.65	谨慎推荐	15.59
600426	华鲁恒升	0.76	0.79	1.15	16.61	13.24	推荐	20.35
002215	诺普信	0.59	0.85	0.95	21.06	18.84	谨慎推荐	19.86
002202	中泰化学	0.23	0.26	0.57	61.27	27.95	推荐	19.11
600844	丹化科技	0.05	0.18	0.65	133.78	37.05	谨慎推荐	26.48
600299	蓝星新材	-0.29	0.15	0.40	86.53	32.45	中性	13.63

* 新安股份停牌，故采用 2009 年 8 月 12 日收盘价。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn