

仍然前进在预期的复苏轨道上

研究结论

- 我们认为在 PVC 行业仍然前进在预期的复苏轨道上。前期期货价格的过分炒作使得现货价格被过快拉高，期现价差过大，因此近期的回调属于正常现象，同时也是 PVC 本身消费季节性的部分体现。目前行业仍然处于复苏的第一阶段，成本推动仍是价格上升的主要动力，油价依然在高位震荡，我们认为 PVC 未来的下调幅度有限。房地产等固定资产投资的拉动作用有望在明年年初开始体现，届时 PVC 价格有望重回 7100 元/吨以上。
- 成本支撑仍是第一阶段行业复苏动力。我们认为目前原油价格在高位震荡，将继续使乙烯法成本维持高位，从而对电石法价格起到带动作用，目前的价格较今年 1—5 月份已经有了明显的提高；从历史上也可以看到，原油价格在 60 美元以上时，国内电石法 PVC 与油价正相关性较高，尤其在 60—80 美元之间，相关性最高。同时，近期由于国庆禁运，可能会提高部分地区的电石成本，进一步支撑 PVC 价格。
- 需求拉动有望在明年年初开始体现。根据我们对新房开工面积和 PVC 价格比较关系里看，其间有明显的相关性，但新开工面积增加对 PVC 的带动作用一般有 6—7 个月左右的时间差。根据我们地产研究员的分析，下半年新开工面积的累计同比增速将继续改善，考虑到 09 年新开工面积累计同比增速在 6 月份开始回升，我们认为其对 PVC 的拉动作用将在 09 年底到 10 年上半年开始体现。
- 无需过分担忧季节性回调。由于目前属于复苏的第一个阶段，需求拉动尚未体现，因此在前期过分炒作后，9 月份现货价格提前出现淡季回调属正常现象。10—12 月是 PVC 传统淡季，但在成本支撑下我们认为其下跌空间有限，无需过分担忧价格下滑，投资者更应该关注的是未来均价的整体上移，而不是某个时间点的价格。考虑到目前电石的成本已经明显高于 05—07 年的水平，明年华东电石法 PVC 均价有望回到 05—07 年三年平均的 7000 元/吨水平以上。
- 继续看好西部的 PVC 生产企业。我们继续看好具有明显成本优势的西部企业，在 10 年华东均价 7100 元/吨的假设下，对应出厂价 6700—6800 元/吨左右，我们维持英力特 10 年 1.2 元，湖北宜化 1.05 元，中泰化学 0.70 元的业绩预测，维持英力特、湖北宜化买入的投资评级和中泰化学增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

化工行业分析师

8621—63325888×6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云

化工行业分析师

8621—63325888×6071

zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621—63325888×6072

wangjing@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

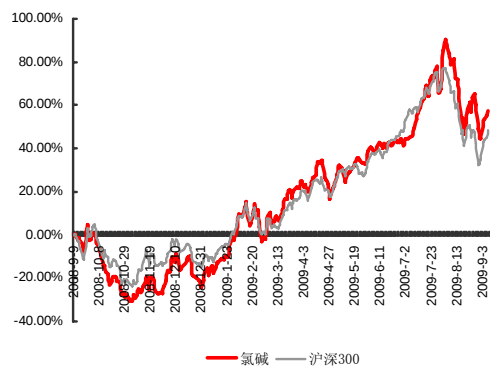
行业

基础化工-PVC 子行业

报告日期

2009 年 9 月 9 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-12.14%

10.72%

61.20%

相对表现 (%)

-1.61%

3.65%

8.17%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EP (A)	09EPS (E)	10EPS (E)	现价	评级
英力特	0.30	0.6*	1.20	17.14	买入
湖北宜化	0.49	0.55	1.05	15.39	买入
中泰化学	0.23	0.22	0.70	16.36	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测 *假设全年并表

相关研究报告

PVC 行业《乙烯法成本高企 进口如期减少》 2009 年 8 月 25 日

英力特《弹性最大的 PVC 企业 后地产时代的优良标的》 2009 年 7 月 21 日

PVC 行业《行业有望迎来阶段性复苏》 2009 年 6 月 19 日

英力特《收购西部氯碱后, 业绩将有爆发性增长》 2009 年 6 月 18 日

中泰化学《近看产业链延伸 远观煤炭资源》 2009 年 6 月 15 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、PVC 行业仍然前进在预期的复苏轨道上：

我们认为近期现货价格的下跌并不改变 PVC 行业的复苏方向，这是因为

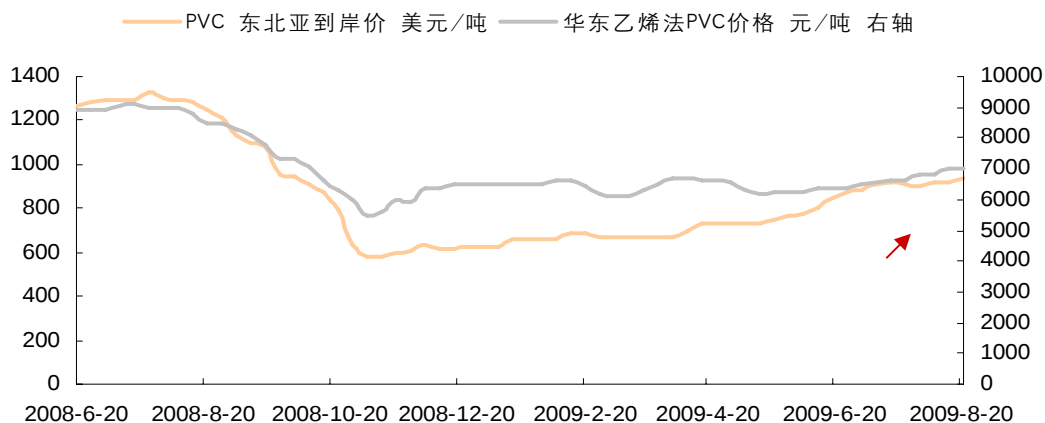
1. 前期期货价格的过分炒作使得现货价格被过快拉高，期现价差过大，而需求的拉动尚需一定的时间，因此近期的回调属于正常现象，同时也是 PVC 本身消费季节性的部分体现。
2. 目前行业仍然处于复苏的第一阶段，成本推动仍是价格上升的主要动力，油价依然在高位震荡，我们认为 PVC 淡季的下调幅度有限。
3. 房地产等固定资产投资的拉动作用有望在明年年初开始体现，届时 PVC 价格有望重回 7000 元/吨以上。

二、成本支撑仍是第一阶段行业复苏动力：

我们认为目前原油价格在高位震荡，将继续使乙烯法成本维持高位，从而对电石法价格起到带动作用，目前的电石法的价格较今年 1-5 月份已经有了明显的提高。而且通过 7 月份的聚氯乙烯进口数据表明，前期油价、乙烯价格上涨和氯供应短缺导致的乙烯法成本的上涨正在体现，进口 PVC 价格的上涨对国内价格有明显的支撑作用。虽然 7 月份的进口量仍然较大，但较 6 月份 19 万吨的进口量降幅明显，环比降幅在 25.5% 左右，进口均价在 770 美元左右。如果考虑到反倾销关税和增值税的影响，进口成本已经相当于华东市场 6500 元以上的价格，已经高于了 7 月份电石法的华东市场价格，对国内电石法的支撑作用明显。

PVC 进口的均价与现价相比有一定的滞后性，东北亚的现货到岸价格在 5 月底 6 月初已经涨至 770 美元，而此后价格一路上涨，6 月底 7 月初已经涨至 900 美元以上。因此我们认为 8 月份进口的 PVC 均价将会进一步上涨，进一步支撑国内价格，而如果以 900 美元进口，不考虑其他费用也相当于华东市场含税价 7300 元/吨以上，毫无竞争优势可言，因此我们认为进口 PVC 数量在 8 月份将继续下降。

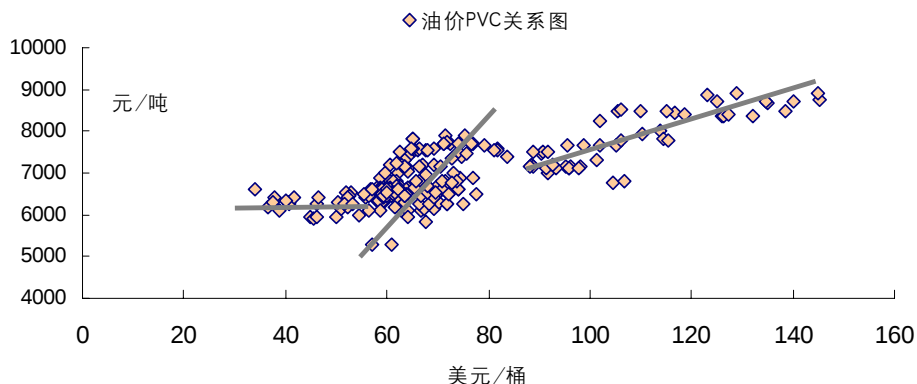
图 1. PVC 东北亚到岸价



资料来源：东方证券研究所

从历史上也可以看到，原油价格在 60 美元以上时，乙烯法成本的提高对国内电石法的价格带动作用明显，其与油价正相关性较高，尤其在 60-80 美元之间，其相关性最高；而油价低于 60 美元时，由于电石的成本有一定的刚性，限制了电石法 PVC 价格的下滑，相关性下降。我们认为，未来短期内油价很有可能在 70 美元-80 美元左右的高位，因此其对国内的电石法 PVC 的价格的支撑作用将非常明显。

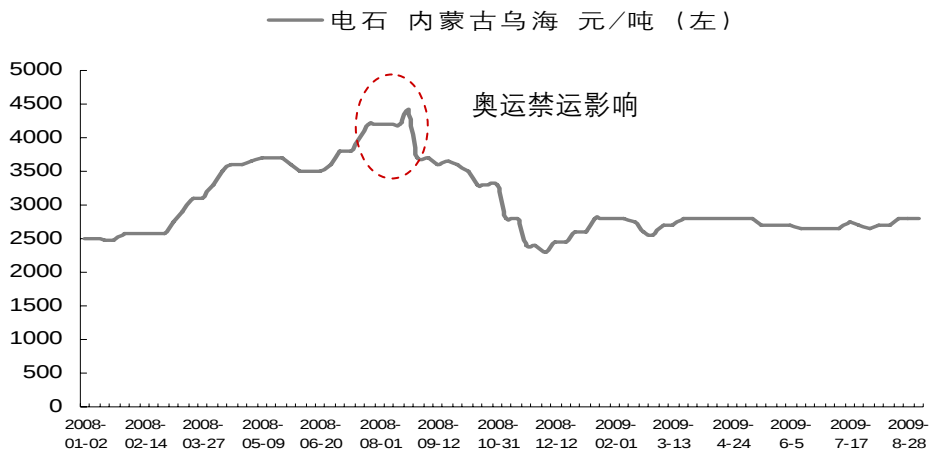
图 2. 05-07 年油价与电石法 PVC 价格相关散点图



资料来源：东方证券研究所数据库

同时，近期由于国庆禁运，可能会提高部分地区的电石成本，进一步支撑 PVC 价格。

图 3. 2008-2009 电石价格走势



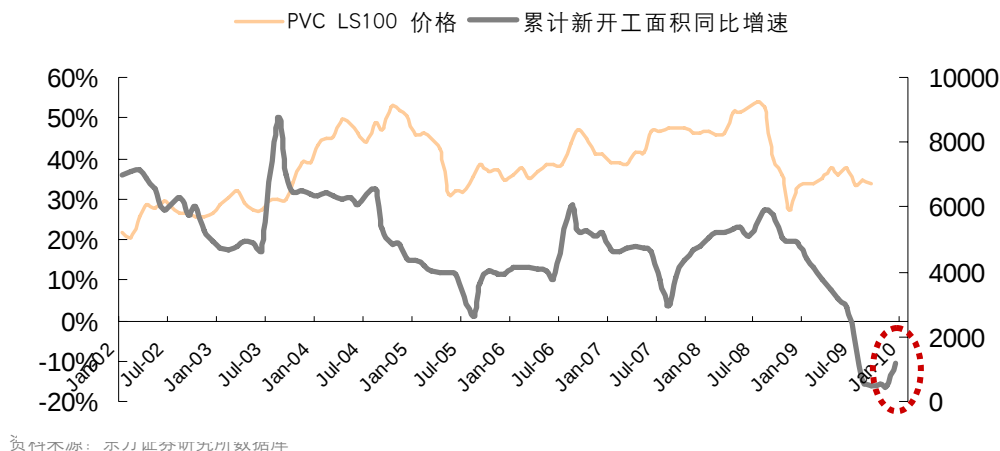
资料来源：东方证券研究所数据库

去年由于举办奥运会，北京周围地区也实行了危险化学品的禁运措施，结果导致电石运输不畅，价格在 7-8 月份迅速上升，今年即使不出现价格大幅上升，也会使电石价格坚挺，对电石法 PVC 起到支撑作用。

三、需求拉动有望在明年年初开始体现：

根据我们对新房开工面积和 PVC 价格比较关系里看，其间有明显的相关性，但新开工面积增加对 PVC 的带动作用一般有 6-7 个月左右的时间差。（08 年底到 09 年初属于特殊情况，经济危机使开工面积增速大幅下滑，但 PVC 价格已获得成本支撑开始反弹）

图 4.新开工面积同比增速（6 个月前）与 PVC 价格关系

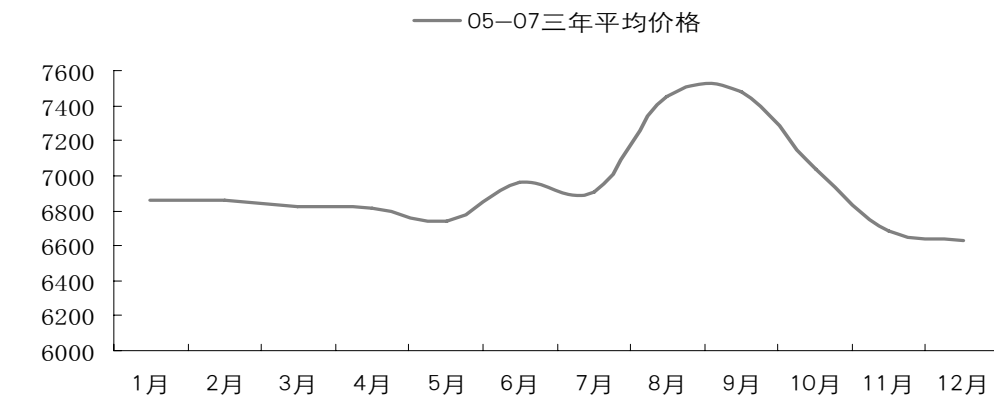


我们东方证券地产研究员的调研结果显示，相关地产上市公司的开工进度均比较乐观，下半年新开工面积的同比增速将继续改善，考虑到 09 年新开工面积累计同比增速在 6 月份开始回升，我们认为其对 PVC 的拉动作用将在 09 年底到 10 年上半年开始体现，8-9 月份进入高峰，整体均价有望上提到 7000-7100 元/吨以上。

四、无需过分担忧季节性回调：

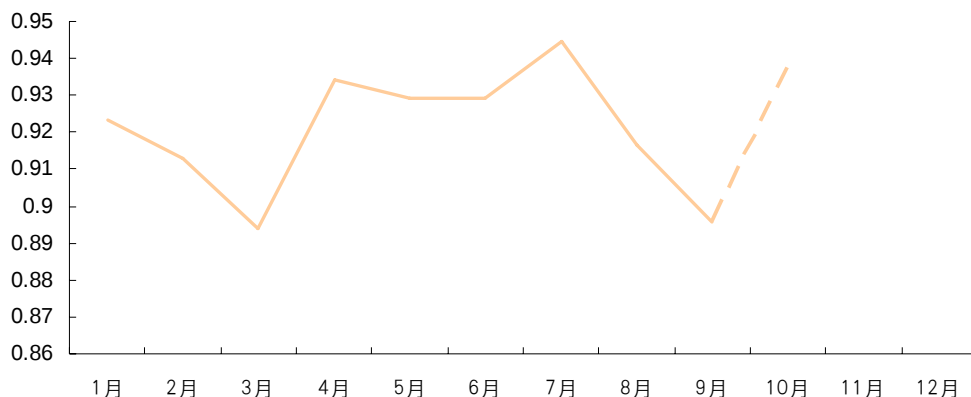
由于目前属于复苏的第一个阶段，需求拉动尚未体现，因此在前期过分炒作后，9 月份现货价格提前出现淡季回调属正常现象。10-12 月是 PVC 传统淡季，但在成本支撑下我们认为其下跌空间有限，无需过分担忧价格下滑，因为我们关注的是未来均价的整体上移，而不是某个时间点的价格。如果我们以 2005-2007 三年的 PVC 均价作为基准(排出异常的 2008 年，同时只考虑 2003 年反倾销后的数据)，我们可以看到，7-9 月份价格呈旺季上涨态势，9-11 月份价格呈淡季下跌态势。因此在今年需求尚未释放的前提下，9 月份价格提前出现淡季回落的态势也是合理的。

图 5. 05-07 国内 PVC 均价图



由于 PVC 价格有明显的季节性，我们不必过分的关注淡季价格的下滑，而更应该关注整体均衡价格的上移。如果我们去除季节性因素的影响，将 09 年价格除以 04-07 年均价，我们可以发现，今年 4 月份开始，成本推动的作用已经将相对价格由 3 月份最低的 0.89 推升到 0.94 左右，但旺季需求仍然未能得到释放（如我们前期所述，需求拉动的作用将在明年上半年开始体现），因此旺季的相对价格再次回落到 0.89；但我们预计，由于有成本的支撑作用，淡季 PVC 价格下跌的空间有限，10 月份相对价格有望再次回升到 0.92 以上。

图.6 09 年 PVC 相对价格走势



资料来源：东方证券研究所数据库

我们预计，在需求的拉动下，华东市场 PVC 的价格有望回升到 05-07 年的平均水平。考虑到目前电石的价格已经高于 05-07 年的水平 200 元/吨，而 05-07 年 PVC 均价在 6900-7000 元/吨左右，我们认为明年华东电石法 PVC 均价有望回 7100 元/吨水平以上。

继续看好西部的 PVC 生产企业

我们继续看好具有明显成本优势的西部企业，完全一体化的 PVC 企业的电力成本可以比东部外购电生产企业低至少 1400 元以上，成本优势明显。

在 10 年华东均价 7100 元/吨的假设下，对应出厂价 6700-6800 元/吨，我们维持英力特 10 年 1.20 元，湖北宜化 1.05 元（在尿素均价 1650 元，DAP 均价 2120 元前提假设下），中泰化学 0.70 元的业绩预测，目前三个公司股价相对于 10 年 PE 分别为 14.3 倍，14.7 和 23 倍

维持英力特、湖北宜化买入的投资评级，维持中泰化学增持的投资评级。

风险提示

原油价格再次深幅下跌，房地产复苏成为泡影。

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn