

行业评级：石化增持

化工中性

正是转型进行时

——石化化工行业 2009 年中报分析

2009 年 09 月 15 日

石化化工行业研究/深度研究

相关研究：

隐形的翅膀：通胀预期下的石油化工-石化化工行业 2009 年下半年投资策略
2009/06/10

短线看政策，中期间市场，长远需转型
2009/01/09

投资与需求的旋转木马
2009/04/27

执笔人

裴云鹏

peiyunpeng@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

● 我们认为在进行中报总结分析时，对上下游较长的石化化工行业来说范本的选择以及行业的划分至关重要。我们主要对三年以内的营业收入占比和利润占比设定一定权重来确定公司的行业归属。

● 我们统计的石化和化工 185 家上市公司的表现基本向好，其中石化行业可以说非常明确的复苏；而化工行业，我们认为只要我国财政、货币政策在接下来的一到两个季度内不发生根本性改变，那么化工行业基本能够全面复苏。石化回暖状况要好于化工，完全符合年初对于两个行业的判断。

● 石化上市公司上半年共计实现营业收入 9828.0 亿元，同比下降 26%；化工上市公司共计实现营业收入 1483.1 亿元，同比下降 22%。

● 石化行业和化工行业的净利润分化明显，其中石化行业整体实现净利润 885.3 亿元，同比增长 35%；但是化工行业仅实现 67.1 亿元净利润，同比大幅降低 71%

● 行业 ROE 回升，但仍处于历史低位，其中石化行业上半年 ROE 达到 14%；而化工行业 ROE 仅为 6%。

● 毛利率环比提升明确，行业盈利状况在迅速恢复：2009 年上半年，石化行业毛利率为 32.31%，环比提升 0.39 个百分点，同比提升 76.12%；化工行业毛利率为 17.08%，环比提升 0.29 个百分点，同比降低 13.56%。

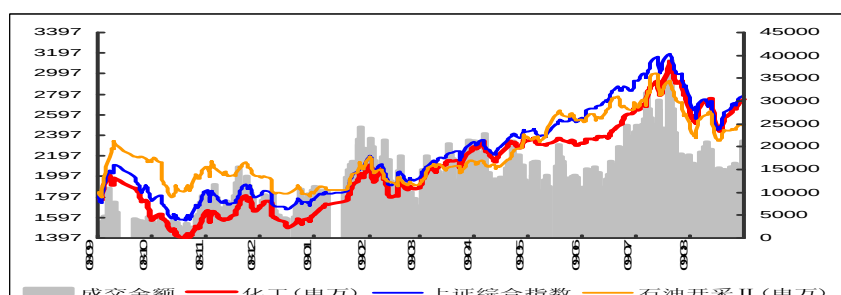
● 存货周转率环比上升明显，行业开工向好：在我们统计的所有细分行业中，第一次出现了一个几乎完全一致的趋势，那就是除了非草甘膦除草剂、钾肥之外所有的细分行业的存货周转率（折年）都环比明显上升。

● 宽松环境下，现金流不是问题：单季经营活动净现金流/营业收入（折年）近三年高点均在 08 年 4 季度和 09 年 1 季度区间出现。2009 年 2 季度现金流/营收较高点有所下降，但仍处于历史高点。显示了资金的狂潮和资金逐渐向实体经济转化。

● 我们从毛利率和三项费用率的变化上认为目前上市公司都正努力转型中。我们中短期内重点关注的将主要是当前市场相对低估的塑料薄膜和改性塑料、天然气 LPG 相关、染料、聚氨酯、化肥、草甘膦、杀虫剂等行业，其中首推前四类行业，而后三类农资细分产品，我们认为近期须看农产品价格的变化而确定具体景气度。

● 具体推荐关注公司有永新股份、劲嘉股份、金发科技、广东榕泰、陕天然气、广汇股份、太化股份、浙江龙盛、红宝丽、烟台万华；而相关农资公司主要推荐辽通化工、泸天化、新安股份、扬农化工等。

一年来化工板块证券市场走势：



请务必阅读正文之后的特别声明部分

1. 范本选择和细分行业设定：

在证监会推出行业划分以来，鉴于市场热点和公司业务的变化，已经有不少机构推出了新的行业划分，但由于当前上市公司业务往往是多元并举，同时石化化工行业子行业纷扰众多，再加上不断有主业变更甚至借壳上市的事情发生，我们认为有必要在我们的行业研究中进行有效的范本选择和细分行业划分。

在行业范本选择中，我们将证监会和石化协会的行业划分作为参考，将连续三年主营业务收入和利润占比均超过 50%的企业作为基本范本，然后将主要利润点在物理加工的企业排除，比如型材加工的海螺型材、纤维纺织毛条的江南高纤等。但由于能源化工领域的 LNG、天然气输送还有能源及橡胶领域的机械设备等领域的行业周期与相关化工行业直接相关，因此，虽然它们也基本是物理加工企业，但我们也将其认为是化工行业必不可少的部分。此外，对于一些在证券行业已经有比较明确无误的行业对应，而且行业周期完全可以自成系统的如：新能源电池业，有色金属氧化物，稀土，放射元素铀等。但我们将非铁钴镍的黑色金属氧化物、电池正极的碳棒认为是我们归纳的化工行业组成部分。

我们在上半年对 2008 年年报和一季报总结时，遴选得到 179 支化工行业股票。鉴于色纺企业虽然不完全是分散染料染色，但染料制造是化工主要作用过程，而染色尤其是纺织品染色更多的是作为纺织工业的一道工序，因此我们本期将霞客环保等股票剔除；同时由于焦化是传统煤化工，本期增加一些范本；再有中油化建、蓝星清洗等明确借壳的公司，我们将其从范本中剔除；同时增添了电池正极的碳棒行业的两个公司；此外还有部分公司主业调整而进出，这样总计得到 185 支石化化工行业股票，其中石化行业 21 支，化工行业 164 支。

我们通过设定公司主营业务产品当期主营收入占比的权重为 40%，当期主营利润占比 30%；追溯三年往期化工行业平均营业收入占比的权重为 20%，平均营业利润占比的权重为 10%。这样得到的排名第一的主营业务，且该项业务的加权占比至少超过 40%的主营业务所在的细分行业即为企业所属的细分行业。我们在计算中不加区分的将该公司所有财务数据直接计入该细分行业。我

们对细分行业的划分详见下表 1，其中细分行业层次为从下至上，层次差别以字体颜色标示，其中淡粉>粉红>正蓝>湖绿>正红>淡金。

2. 石化化工行业中报数据分析：

通过对石化化工行业公司中报以及过往 3-4 年所有报告的总结，我们得到：
营业收入同比大多行业仍是下降，但下降幅度在减小：石化上市公司共计实现营业收入 9828.0 亿元，同比下降 26%，同比降幅较一季度缩小 5 个百分点；我们统计的 164 家化工上市公司共计实现营业收入 1483.1 亿元，同比下降 22%，同比降幅较一季度扩大 3 个百分点；**净利润行业分化极其明显，化工同比下降幅度巨大：**过去半年，石化行业和化工行业的净利润分化明显，其中石化行业整体实现净利润 885.3 亿元，同比增长 35%；剔除石化双雄的石化行业实现净利润 11.5 亿元，同比增长 154%。但是化工行业仅实现 67.1 亿元净利润，同比大幅降低 71%；**行业 ROE 水平环比均上升，但仍处于历史低位：**截止 2009 年中报，在我们统计的石化行业中，包含石化双雄的石化行业 ROE 达到 14%，而剔除石化双雄的石化行业 ROE 也达到 12%。而化工行业 ROE 为 6%；**资产负债率同比上升，环比持稳：**化工行业资产负债率为 58%，环比略上升 1 个百分点，同比上升 3 个百分点。而石化行业资产负债率为 41%，环比略上升 2 个百分点，同比略降 2 个百分点；**毛利率环比提升明确，行业盈利状况在迅速恢复：**2009 年上半年，石化行业包括石化双雄的毛利率为 32.31%，环比提升 0.39 个百分点，也就是环比提升 1.24%，同比提升 76.12%；剔除石化双雄的石化行业毛利率为 19.37%，环比提升 18.81%，即是环比提高 3.12 个百分点，同比提升 1097.12%。2009 年上半年化工行业毛利率为 17.08%，相比 1 季度毛利提高 0.29 个百分点，即是环比提升 1.71%，同比 2008 年中报降低 13.56%；**三项费用率环比下降，但仍处于历史高位：**其中对多个公司来说主要增加的是管理费用，其次是财务费用，展现当前确实是一个低谷转型期；**存货同比有跌有涨，整体是明确支持行业向上；存货周转率环比上升明显，行业开工向好：**在我们统计的所有细分行业中，第一次出现了一个几乎完全一致的趋势，那就是除了非草甘膦除草剂、钾肥之外所有的细分行业的存货周转率（折年）都环比明显上升。这显示了一个至少在相关外部环境不发生变化下，也就是当前的货币财政政策条件下没有发生第二次世界经济探底，石化化工行业将呈现持续扩大销售、加大开工的态势；**宽松环境下，现金流不是问题：**石化化工行业的虽然 08 年以来的现金流净值/营业收入现实的情况并不理想，但是 08 年 4 季度和 09 年 1 季度这一指标快速上升，基本上单季经营活动净现金流/营业收入（折年）近

三年的高点均在这一区间出现，而不做单季度处理的经营净现金流/营业收入（折年）的三年高点则基本出现在信贷放松之初、季度之首、没有往季业绩拖累的 2009 年 1 季度。结合营业收入和利润的低谷区，我们可以得出在 2009 年 1 季度仅仅只是由于资金回笼以及信贷激增导致的现金流状况突出，还很难说确定的有进入实体经济的判断。综合以上分析我们认为至少在一到两个季度内，只要保持当前的适度宽松的财税货币政策，那么石化化工行业尤其是当前仍未完全走稳的化工行业走好是必然！

2.1. 营业收入同比大多行业仍是下降，但下降幅度在减小

过去半年，石化上市公司共计实现营业收入 9828.0 亿元，同比下降 26%，同比降幅较一季度缩小 5 个百分点；剔除中石化、中石油的其他石化上市公司共计实现营业收入 335.0 亿元，同比下降 31%，同比降幅缩小较一季度缩小 6 个百分点。

我们从中可以看到作为央企巨头，掌控着国内大多数油气上游资源和下游渠道，同时也是上市公司内目前仅有的两个拥有自有油气田的石化企业，他们在原油上涨、汽车消费、行业恢复的过程中首先受益，收入同比降幅小于其他石化企业。

由于其中上石化一家实现营业收入 211.0 亿元，因此我们认为上石化也可以认为是一个巨头，因此将其他原油生产及炼制公司归为普通公司类别中。我们可以看到今年不含上石化的普通公司收入下降幅度小于含上石化的原油生产及炼制（剔除双雄），但是在一季度时，双方差幅为 3 个百分点，但中报时已缩减为 1 个百分点，这其中有可能是上石化地处汽车消费主要区域的华东地区所致，故此，后市在汽车消费支持下，可以适度看好上石化。

当前展示天然气消费的重要指标，LNG 行业收入不出所料的在二季度时同比迅速回升近 20 个百分点，一举同比由减少 15% 转为增长 4%。鉴于 2008 年四季度时天然气消费几近窖藏，因此我们认为天然气消费从同比数据上来看可能会有超出预期的表现。

值得注意的是原油服务业在近期两三年一直保持很高的同比增长，在其他行业纷纷同比下滑的 2009 年，原油服务业同比增长均在 60% 以上，考察自 2006 年以来原油服务业的上市公司数据，我们基本可以发现原油服务业的营业收入的增长大多提前石化行业营业收入两个季度左右，这是由于其投资往往是和油价相关的，因此我们认为可以整体看好石化行业。而当前我国石化振兴规划要

求大建大石化工程，而且国家财政投资周期在当前经济条件下可以认为完全没有结束，因此，我们可以大胆看好原油服务业的相关龙头公司。

过去半年，我们统计的 164 家化工上市公司共计实现营业收入 1483.1 亿元，同比下降 22%，同比降幅较一季度扩大 3 个百分点。在我们不分层次的细分行业中共有 25 个行业营业收入同比降幅较一季度扩大，而仅有 14 个行业营业收入较一季度同比降幅缩小，虽然这是由于 2008 年 2 季度是化工行业的景气高峰期，但对比石化同样也是景气高峰，我们再一次坚定认为今年石化行业景气将高于化工行业。

对比高景气的 2008 年 2 季度，我们可以看到化工产品在收入上大多出现了不同程度的下降，其中的焦炭、聚氨酯、有机氟、草甘膦、氨碱法纯碱、维纶纤维等细分行业营业收入下降幅度都超过了 30%。而塑料包装、精细化学品、化肥、炸药等细分行业及其再进一步细分的子行业则基本维持住了收入与 2008 年持平，其中炸药行业、钾肥行业更是分别得益于基础建设和进口受阻、产能释放，营业收入同比上升超过 20%。其中涂料、粘胶纤维、氨纶纤维、涤纶纤维、高分子辐射材料等收入在一季度到二季度的同比降幅均缩小 10% 左右或以上。

而综合来看石化化工大行业，营业收入的同比增长在有无石化双雄时截然不同：化工行业的同比增长在 2008 年 1 季度及之前高于石化双雄，在 2008 年 1 季度后行业衰退更快；表现在 2009 年营业收入上，不含石化双雄的大化工行业同比增长降幅增大，而含有石化双雄的全行业数据同比增长降幅则是变小。

表 1. 石化化工细分行业营业收入同比值

细分行业收入同比	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-3Q	2008-2Q	2008-1Q	2007-4Q
原油服务	1.62	1.74	1.43	1.36	1.23	1.26	1.32
中国石化	0.73	0.69	1.21	1.31	1.30	1.19	1.13
中国石油	0.76	0.70	1.28	1.43	1.40	1.42	1.21
普通公司	0.65	0.61	1.08	1.21	1.22	1.21	1.09
原油生产及炼制	0.74	0.69	1.23	1.35	1.33	1.28	1.16
原油生产及炼制（剔除双雄）	0.64	0.58	1.09	1.25	1.22	1.24	1.08
LPG 加工及销售	1.04	0.85	1.04	1.11	1.10	1.11	1.01
原油产品再加工及销售	0.99	1.00	1.10	1.15	1.18	1.39	1.05
原油、天然气及其初级制品	0.74	0.69	1.23	1.35	1.33	1.28	1.16
原油、天然气及其初级制品（剔除双雄）	0.69	0.63	1.09	1.24	1.22	1.26	1.08
塑料包装	0.89	0.94	1.16	1.21	1.19	1.32	1.04
工程及改性塑料	0.79	0.76	1.05	1.16	1.16	1.13	1.23
其他塑料制造	0.83	0.84	1.09	1.18	1.17	1.20	1.15

焦炭	0.56	0.68	1.43	1.68	1.70	1.50	1.41
甲醇衍生物	0.78	0.74	1.07	1.27	1.37	1.66	1.51
其他煤化工	0.59	0.67	1.38	1.63	1.67	1.54	1.41
玻纤	0.71	0.72	1.26	1.38	1.44	1.62	1.39
其他化工新材料	0.74	0.76	1.23	1.35	1.41	1.55	1.35
高性能辐射材料	0.85	0.76	1.08	1.26	1.35	1.41	1.56
有机硅	0.73	0.75	1.02	1.12	1.73	1.83	1.49
有机氟	0.62	0.65	1.04	1.12	1.19	1.16	1.21
聚氨酯	0.68	0.64	1.01	1.07	1.19	1.15	1.55
高分子新材料	0.70	0.69	1.01	1.09	1.30	1.32	1.42
化工新材料	0.71	0.71	1.09	1.18	1.34	1.40	1.39
涤纶	0.75	0.63	0.94	1.04	1.09	1.12	1.22
维纶	0.68	0.69	1.28	1.53	1.88	1.81	1.48
粘胶纤维	0.92	0.81	0.81	0.91	0.94	1.01	1.28
氨纶	0.87	0.62	0.82	0.82	0.81	1.20	2.15
化学纤维制造	0.76	0.69	0.95	1.06	1.12	1.16	1.20
染料	0.95	1.10	1.36	1.34	1.49	1.36	1.26
涂料	1.04	0.94	1.03	1.09	1.09	1.14	1.20
日用化工	0.97	1.00	1.09	1.15	1.15	1.13	1.04
其他精细化学品	0.96	1.04	1.20	1.22	1.28	1.22	1.14
气头尿素	0.98	0.98	1.19	1.30	1.34	1.42	1.21
煤头尿素	0.96	1.05	1.29	1.48	1.59	1.50	1.39
尿素	0.97	1.01	1.24	1.39	1.46	1.45	1.29
钾肥	1.28	2.31	2.27	2.70	1.87	1.79	1.10
复合肥+磷铵	0.73	0.83	1.19	1.47	2.46	2.63	1.54
化肥	0.97	1.14	1.33	1.52	1.60	1.59	1.30
其他磷化工	0.95	1.00	1.46	1.69	1.53	1.34	1.28
炸药生产	1.45	1.45	1.34	1.27	1.30	1.20	1.17
民爆产品系列	1.09	1.12	1.27	1.33	1.32	1.21	1.11
草甘膦	0.52	0.63	1.60	1.92	2.09	1.95	1.33
除草剂	0.65	0.79	1.38	1.53	1.71	1.63	1.24
杀虫剂	0.86	0.90	1.25	1.34	1.27	1.45	1.19
农药	0.69	0.79	1.35	1.50	1.61	1.64	1.24
其他无机化学	0.80	0.85	0.99	1.09	1.03	1.03	0.97
联碱	0.80	0.81	1.66	1.85	1.81	1.69	1.32
大纯碱	0.57	0.50	1.22	1.39	1.44	1.41	1.17
氯碱	0.74	0.74	1.05	1.17	1.20	1.23	1.14
盐化工	0.68	0.64	1.11	1.25	1.28	1.30	1.16
轮胎制造	0.78	0.73	1.02	1.11	1.15	1.19	1.23
橡胶制品系列	0.79	0.76	1.05	1.14	1.18	1.22	1.21
电池阳极	0.63	0.79	1.59	1.64	1.74	1.34	1.79
化工原料及制品制造	0.78	0.81	1.15	1.27	1.34	1.34	1.24

全部石化化工	0.74	0.71	1.22	1.34	1.33	1.29	1.17
全部石化化工（剔除双雄）	0.76	0.77	1.14	1.27	1.31	1.32	1.20

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

2.2. 净利润行业分化极其明显，化工同比下降幅度巨大

过去半年，石化行业和化工行业的净利润分化明显，其中石化行业整体实现净利润 885.3 亿元，同比增长 35%；剔除石化双雄的石化行业实现净利润 11.5 亿元，同比增长 154%。但是化工行业仅实现 67.1 亿元净利润，同比大幅降低 71%。由于石化双雄在上市公司中占比权重巨大，这样使得全石化化工行业的净利润同比增长 15%，但剔除石化双雄后，净利润则同比下降 52%。

这里我们可以看到剔除石化双雄的石化行业净利润同比虽然同比增长 154%，并且原油生产及炼制（剔除双雄）行业的净利润同比同比增长更是达到 846%，但是原油再加工销售的净利润增长仅有 27%，更有甚者我们设定的不含上石化的普通公司仅实现净利润 1.23 亿元，同比下降达到 74%。剔除石化双雄石化行业的利润同比增幅吊诡的状况来自于 S 上石化 2008 年的低利润乃至亏损，此外还来自于 S 上石化的体量相对其他炼化企业、销售运输企业来说大很多。通过这样的对比，我们可以看到，作为中间生产环节的普通公司，盈利状况远逊于石化巨头，而从事油气深加工和运输销售的公司的净利润增长同步于石化双雄，其中 LNG 相关公司同比增幅达到 50%，还要高于石化双雄。

化工行业中焦炭乃至整体其他煤化工、玻璃纤维、有机硅、涤纶、维纶、磷铵复合肥、其他磷化工、纯碱、氯碱、其他无机化学品都出现了亏损。上市公司中只有炸药、轮胎、钾肥、涂料、染料五个子行业净利润同比景气高峰的 2008 年中期增长，其中炸药、轮胎更是同比增幅超过 100%，出现了前所未有的高景气状态。这几大类景气行业中除了涂料之外均在我们去年底 2009 年投资策略推荐的五个行业中。

虽然化工行业净利润同比下降很大，但是净利润同比降幅在缩小，或者说净利润同比值环比在上升，显示了化工行业的强劲回升：下表 2 统计的不分层次的细分行业中有 28 个子行业净利润同比降幅在缩小，而净利润同比降幅上升的为 16 个；而在 1 季度环比 2008 年年度数据净利润同比降幅在缩小的公司为 13 家，而净利润同比降幅上升的公司为 31 家。

更有化工行业中有有机氟、粘胶、甲醇衍生物等细分行业在 2009 年中期实现了扭亏为盈。

由于 2008 年是行业转折的分水岭,因此,如果我们将今年行业利润与 2007 年对比,则可以发现电池阳极、塑料包装、杀虫剂净利润同比 2007 年均有加大程度的增长,刨除杀虫剂小年的影响,也可以认为杀虫剂行业在今年没有净利润数据显示的那么差。而通过对比 2007 年,我们可以看到,净利润同比 2008 年大幅下降的草甘膦、其他除草剂、尿素、聚氨酯的净利润基本持平。而在同时,染料、炸药的行业中报净利润同比 2007 年增幅相比 1 季报净利润同比 2007 年增幅基本一致,显示行业的稳定发展,同时在这一数据上,涂料也由巨幅下降到相对小幅下降。

表 2. 石化化工细分行业净利润同比值

细分行业净利润同比	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-3Q	2008-2Q	2008-1Q	2007-4Q
原油服务	0.79	1.10	1.30	1.56	1.20	1.37	1.81
中国石化	3.68	1.75	0.46	0.32	0.26	0.33	1.08
中国石油	0.94	0.60	0.88	0.89	0.69	0.79	1.01
普通公司	0.26	0.14	0.96	1.64	1.75	2.30	1.07
原油生产及炼制	1.35	0.81	0.72	0.69	0.55	0.62	1.03
原油生产及炼制（剔除双雄）	9.46	-84.43	-2.86	-1.01	0.06	0.00	1.64
LPG 加工及销售	1.50	2.03	0.71	0.90	0.97	1.72	2.04
原油产品再加工及销售	1.27	1.37	0.78	0.93	0.99	2.91	1.97
原油、天然气及其初级制品	1.35	0.82	0.72	0.69	0.55	0.63	1.03
原油、天然气及其初级制品（剔除双雄）	2.54	1.96	-1.33	-0.39	0.29	0.27	1.76
塑料包装	0.65	0.95	1.64	1.69	2.07	1.57	0.78
工程及改性塑料	0.97	0.56	0.06	1.20	1.00	1.00	1.54
其他塑料制造	0.78	0.75	0.61	1.41	1.42	1.22	1.14
焦炭	-0.37	-0.48	1.03	2.53	2.58	2.27	1.92
甲醇衍生物	0.75	-3.14	-0.21	0.20	0.56	0.92	1.47
其他煤化工	-0.39	-0.63	0.72	2.04	2.31	2.37	1.52
玻纤	-0.11	-0.15	0.97	1.43	1.48	1.65	1.59
其他化工新材料	-0.01	-0.09	0.95	1.40	1.44	1.62	1.67
高性能辐射材料	0.88	0.48	0.68	0.97	0.99	1.05	1.42
有机硅	-0.97	-1.66	-0.22	0.68	1.08	1.35	1.96
有机氟	0.58	-1.23	-0.05	0.41	0.74	1.03	1.09
聚氨酯	0.62	0.56	1.04	1.12	1.41	1.18	1.78
高分子新材料	0.42	0.14	0.64	0.92	1.17	1.20	1.78
化工新材料	0.24	0.05	0.75	1.08	1.27	1.34	1.74
涤纶	-2.77	-3.10	-1.23	0.07	0.46	1.46	4.21
维纶	-0.35	-0.82	0.34	1.15	1.83	2.22	1.94

粘胶纤维	-4.54	-1.98	-1.30	-0.52	-0.10	0.39	3.15
氨纶	0.03	-0.31	0.33	0.53	0.71	0.95	15.23
化学纤维制造	0.81	-1.02	-1.12	-0.07	0.32	0.98	3.19
染料	1.05	1.39	1.22	1.46	2.03	1.61	1.60
涂料	1.34	9.03	1.15	0.89	0.77	0.18	1.09
日用化工	0.88	0.26	0.23	0.30	0.62	0.39	2.47
其他精细化学品	0.97	1.07	0.61	0.65	1.10	0.90	1.96
气头尿素	0.64	0.72	1.00	1.35	1.31	1.32	1.15
煤头尿素	0.40	0.30	0.77	1.66	2.08	2.23	1.54
尿素	0.53	0.53	0.90	1.48	1.59	1.61	1.29
钾肥	1.41	2.99	3.43	4.02	2.43	2.83	1.17
复合肥+磷铵	-0.16	0.02	-1.01	2.63	7.43	7.44	2.10
化肥	0.85	1.47	1.57	2.34	2.00	2.10	1.28
其他磷化工	-0.02	-0.15	11.08	12.82	40.94	-4.49	0.77
炸药生产	3.41	8.64	1.32	0.77	0.73	0.31	1.02
民爆产品系列	1.08	1.33	1.46	1.74	1.48	1.10	1.15
草甘膦	0.14	0.16	3.17	4.84	5.62	4.50	1.64
除草剂	0.22	0.26	2.53	3.72	4.04	3.05	1.44
杀虫剂	0.98	0.59	-1.08	2.11	1.85	1.75	-1.09
农药	0.37	0.42	2.94	3.36	3.28	2.62	1.12
其他无机化学	11.08	18.21	-1.24	-0.23	-0.05	-0.06	1.28
联碱	-0.28	-0.60	2.31	4.70	4.90	5.76	-3.26
大纯碱	-0.39	-0.56	0.87	1.98	2.31	2.60	2.07
氯碱	-0.22	-0.13	-1.35	6.12	13.18	1173.23	-0.68
盐化工	-0.26	-0.21	-0.58	3.07	4.79	10.71	-1.37
轮胎制造	2.53	0.40	-1.38	0.14	0.79	1.32	7.86
橡胶制品系列	1.26	0.31	-0.69	0.47	1.02	1.68	5.91
电池阳极	0.44	0.61	4.84	6.18	5.61	3.19	8.52
化工原料及制品制造	0.39	0.35	0.57	1.57	1.80	2.29	2.34
全部石化化工	1.15	0.73	0.71	0.77	0.64	0.72	1.09
全部石化化工（剔除双雄）	0.48	0.42	0.32	1.24	1.47	1.76	2.24

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

注：正文数据部分标注为橙色的表明该项数据分母为负值

2.3. 行业 ROE 水平环比均上升，但仍处于历史低位

截止中报，在我们统计的石化行业中，包含石化双雄的石化行业 ROE 达到 14%，而剔除石化双雄的石化行业 ROE 也达到 12%。而化工行业 ROE 为 6%。以制造业的 ROE 为 10%时即可认为具有投资吸引力来说，石化行业目前是具有吸引力的，而化工行业仍必须小心遴选。

当前行业的 ROE 水平对于整体行业来说均处于三年历史平均水平以下，其中对化工业尤甚：44 个不分层次的子行业有 36 个子行业 ROE 水平在三年历史平均水平以下；只有塑料包装、工程塑料、涂料、染料、钾肥等 5 个行业与历史水平相持平；只有杀虫剂、炸药、轮胎等 3 个行业 ROE 水平较历史水平要高。

石化行业里除了普通公司之外，其他公司的 ROE 水平当前均超过了 10%，但是除中石化之外的原油生产及炼制公司均没有达到历史平均 ROE 水平，此外原油服务公司也没有达到历史平均 ROE 水平。

而化工公司中仅有聚氨酯、炸药、轮胎、染料、钾肥、杀虫剂等行业的 ROE 高于 10%，高性能辐射材料、工程及改性塑料、尿素、除草剂等行业的 ROE 接近 10%。

虽然 ROE 水平仍处于历史低位，但是不但高 ROE 的石化行业整体 ROE 环比上升，而且化工行业的 ROE 环比也是明显上升：我们统计的 44 个细分行业中，ROE 环比上升的有 37 个，持平的有 2 个，下降的有 5 个。

表 3. 石化化工细分行业全面摊薄 ROE 比较

细分行业全面摊薄 ROE（折年）	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-2Q	2007-4Q	2007-2Q	2006-4Q
原油服务	0.10	0.15	0.15	0.16	0.15	-	0.15
中国石化	0.18	0.13	0.07	0.06	0.18	0.24	0.19
中国石油	0.12	0.09	0.15	0.15	0.20	0.26	0.25
普通公司	0.04	0.02	0.06	0.17	0.07	0.10	0.08
原油生产及炼制	0.14	0.10	0.12	0.12	0.19	0.25	0.23
原油生产及炼制（剔除双雄）	0.11	0.04	-0.28	0.01	0.08	0.15	0.05
LPG 加工及销售	0.16	0.19	0.10	0.12	0.16	0.15	0.09
原油产品再加工及销售	0.14	0.16	0.10	0.13	0.15	0.18	0.09
原油、天然气及其初级制品	0.14	0.10	0.12	0.12	0.19	0.25	0.22
原油、天然气及其初级制品（剔除双雄）	0.12	0.08	-0.15	0.04	0.10	0.16	0.06
塑料包装	0.07	0.05	0.07	0.12	0.05	0.08	0.07
工程及改性塑料	0.09	0.04	0.01	0.09	0.09	0.12	0.08
其他塑料制造	0.08	0.05	0.04	0.10	0.07	0.10	0.08
焦炭	-0.07	-0.05	0.08	0.18	0.08	0.09	0.05
甲醇衍生物	0.01	-0.04	-0.02	0.03	0.13	0.08	0.10
其他煤化工	-0.05	-0.06	0.06	0.15	0.10	0.09	0.08
玻纤	-0.02	-0.02	0.15	0.20	0.18	0.17	0.16
其他化工新材料	0.00	-0.01	0.14	0.17	0.16	0.15	0.13
高性能辐射材料	0.10	0.05	0.11	0.11	0.17	0.14	0.24
有机硅	-0.09	-0.12	-0.03	0.09	0.15	0.22	0.14

有机氟	0.04	-0.10	-0.01	0.07	0.11	0.10	0.11
聚氨酯	0.23	0.19	0.31	0.41	0.36	0.41	0.32
高分子新材料	0.08	0.02	0.12	0.19	0.22	0.26	0.18
化工新材料	0.04	0.01	0.13	0.18	0.19	0.20	0.15
涤纶	-0.03	-0.06	-0.06	0.01	0.05	0.02	0.01
维纶	-0.05	-0.12	0.04	0.15	0.10	0.14	0.11
粘胶纤维	0.07	-0.07	-0.21	-0.01	0.12	0.17	0.06
氨纶	0.00	-0.04	0.08	0.16	0.32	0.41	0.03
化学纤维制造	0.02	-0.05	-0.11	0.02	0.08	0.09	0.03
染料	0.18	0.14	0.15	0.20	0.14	0.18	0.15
涂料	0.04	0.01	0.06	0.03	0.05	0.04	0.05
日用化工	0.05	0.01	0.04	0.06	0.14	0.12	0.09
其他精细化学品	0.09	0.05	0.08	0.11	0.12	0.12	0.09
气头尿素	0.09	0.10	0.10	0.15	0.11	0.17	0.14
煤头尿素	0.09	0.06	0.10	0.22	0.14	0.13	0.11
尿素	0.09	0.08	0.10	0.18	0.12	0.15	0.13
钾肥	0.38	0.63	0.36	0.35	0.36	0.47	0.35
复合肥+磷铵	-0.03	0.00	-0.07	0.15	0.07	0.03	0.04
化肥	0.17	0.26	0.16	0.22	0.15	0.18	0.15
其他磷化工	-0.01	-0.01	0.18	0.29	0.02	0.01	0.03
炸药生产	0.18	0.11	0.11	0.06	0.11	0.11	0.12
民爆产品系列	0.12	0.07	0.13	0.12	0.13	0.14	0.15
草甘膦	0.09	0.06	0.45	0.69	0.24	0.21	0.20
除草剂	0.09	0.07	0.31	0.50	0.20	0.21	0.17
杀虫剂	0.12	0.05	0.06	0.13	-0.06	0.08	0.06
农药	0.11	0.07	0.23	0.32	0.11	0.14	0.11
其他无机化学	-0.03	-0.05	-0.07	0.00	0.05	0.06	0.05
联碱	-0.05	-0.10	0.11	0.21	0.05	0.05	-0.02
大纯碱	-0.07	-0.11	0.08	0.19	0.11	0.11	0.06
氯碱	-0.14	-0.15	-0.33	0.36	0.18	0.04	-0.36
盐化工	-0.08	-0.11	-0.08	0.25	0.13	0.07	-0.12
轮胎制造	0.16	0.03	-0.14	0.06	0.09	0.09	0.01
橡胶制品系列	0.10	0.02	-0.08	0.08	0.11	0.10	0.02
电池阳极	0.07	0.03	0.16	0.24	0.06	0.06	0.01
化工原料及制品制造	0.06	0.05	0.06	0.16	0.12	0.12	0.07
全部石化化工	0.13	0.09	0.11	0.13	0.18	0.23	0.20
全部石化化工（剔除双雄）	0.07	0.06	0.03	0.14	0.12	0.13	0.07

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

2.4. 资产负债率同比上升，环比持稳

石化化工行业的资产负债率为 44%，剔除石化双雄的石化化工全行业资产负债率为 57%，均环比略上升 1 个百分点，同比则分别下降 1 个和上升 4 个百分点。化工行业资产负债率为 58%，环比略上升 1 个百分点，同比上升 3 个百分点。而石化行业资产负债率为 41%，环比略上升 2 个百分点，同比略降 2 个百分点；剔除石化双雄的石化行业资产负债率为 48%，环比持平，同比上升 5 个百分点。因此，排除中石化和中石油两个巨头的的影响，石化化工行业的资产负债率同比仍是上升的，但是环比基本持稳，至少也是上升幅度减小。

当前资产负债率超过 70%的细分行业有玻纤、有机硅、其他无机化学品、轮胎、氯碱、其他磷化工等，还有维纶、粘胶、涂料、尿素、杀虫剂的资产负债率超过 60%。

而中石油、氨纶、炸药、日用化工等公司或细分行业的资产负债率在 35% 以下，其中日化类公司资产负债率更在 30% 以下。

化工新材料、涤纶、维纶、高性能辐射材料、有机硅、染料日化、气头尿素、其他磷化工、炸药、草甘膦、除草剂、氯碱等化工细分行业资产负债率连续三月环比上升。

资产负债率同比中降低超过 5%的有甲醇衍生物、氨纶、钾肥，上升超过 5%的有有机硅、聚氨酯、涤纶、维纶、粘胶、气头尿素、炸药、其他无机化学品、氯碱、原油服务等。这就预示着氨纶、甲醇衍生物等行业的投资周期已基本过去，而原油、炸药、粘胶、有机硅、聚氨酯等行业正当扩张其时，显然这对已经过剩的氯碱行业而言并不是一个好消息。

由于资产负债率基本持稳，这样 ROE 基本上与我们以净利润比上总资产得到的全面摊薄总资产收益率一致。只是略有些差别：粘胶全面摊薄总资产收益率扭亏幅度没有想象大；由于负债上升，有机硅总资产收益率提升幅度较净资产收益率小，显示行业的回暖有待时间；由于原油服务资产负债率同比提升太快，使得其全面摊薄总资产收益率下降幅度要明显大于净资产收益率的下降幅度。

表 4. 石化化工细分行业资产负债率比较

细分行业资产负债率	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-2Q	2007-4Q	2007-2Q	2006-4Q
原油服务	0.61	0.60	0.61	0.33	0.32	-	0.36
中国石化	0.54	0.53	0.53	0.60	0.55	0.53	0.53
中国石油	0.33	0.30	0.29	0.30	0.28	0.30	0.30
普通公司	0.52	0.50	0.49	0.52	0.52	0.53	0.53
原油生产及炼制	0.41	0.39	0.39	0.43	0.39	0.39	0.40
原油生产及炼制（剔除双雄）	0.48	0.48	0.50	0.40	0.36	0.34	0.36
LPG 加工及销售	0.40	0.37	0.37	0.38	0.42	0.35	0.41

原油产品再加工及销售	0.48	0.46	0.48	0.50	0.52	0.50	0.55
原油、天然气及其初级制品	0.41	0.39	0.39	0.43	0.39	0.39	0.40
原油、天然气及其初级制品 (剔除双雄)	0.48	0.48	0.49	0.43	0.41	0.38	0.42
塑料包装	0.48	0.51	0.48	0.51	0.55	0.60	0.63
工程及改性塑料	0.55	0.54	0.55	0.55	0.54	0.56	0.56
其他塑料制造	0.52	0.52	0.51	0.53	0.54	0.58	0.60
焦炭	0.56	0.56	0.54	0.53	0.50	0.53	0.53
甲醇衍生物	0.36	0.42	0.41	0.42	0.47	0.52	0.44
其他煤化工	0.52	0.53	0.51	0.51	0.52	0.56	0.53
玻纤	0.71	0.68	0.70	0.67	0.63	0.62	0.60
其他化工新材料	0.68	0.65	0.66	0.64	0.59	0.58	0.57
高性能辐射材料	0.44	0.43	0.42	0.42	0.42	0.33	0.47
有机硅	0.72	0.70	0.68	0.64	0.65	0.79	0.74
有机氟	0.56	0.60	0.57	0.59	0.53	0.59	0.52
聚氨酯	0.44	0.46	0.30	0.39	0.41	0.48	0.46
高分子新材料	0.55	0.55	0.50	0.51	0.51	0.58	0.55
化工新材料	0.62	0.60	0.58	0.57	0.55	0.58	0.56
涤纶	0.57	0.56	0.54	0.51	0.53	0.56	0.52
维纶	0.66	0.63	0.62	0.60	0.52	0.55	0.64
粘胶纤维	0.63	0.64	0.62	0.55	0.49	0.56	0.58
氨纶	0.31	0.33	0.33	0.36	0.45	0.47	0.53
化学纤维制造	0.54	0.53	0.52	0.49	0.45	0.48	0.49
染料	0.48	0.47	0.45	0.49	0.37	0.48	0.41
涂料	0.61	0.62	0.62	0.61	0.56	0.51	0.39
日用化工	0.28	0.27	0.24	0.29	0.25	0.29	0.32
其他精细化学品	0.39	0.38	0.37	0.40	0.32	0.36	0.35
气头尿素	0.60	0.58	0.57	0.49	0.39	0.45	0.45
煤头尿素	0.64	0.65	0.65	0.62	0.61	0.58	0.58
尿素	0.61	0.61	0.60	0.55	0.50	0.52	0.51
钾肥	0.43	0.41	0.43	0.50	0.50	0.52	0.49
复合肥+磷铵	0.47	0.47	0.48	0.47	0.45	0.38	0.53
化肥	0.56	0.55	0.55	0.53	0.49	0.50	0.51
其他磷化工	0.71	0.70	0.69	0.70	0.73	0.70	0.71
炸药生产	0.32	0.30	0.28	0.27	0.31	0.28	0.25
民爆产品系列	0.28	0.27	0.26	0.28	0.36	0.34	0.38
草甘膦	0.48	0.45	0.43	0.50	0.55	0.57	0.55
除草剂	0.57	0.54	0.51	0.60	0.61	0.64	0.60
杀虫剂	0.61	0.62	0.62	0.62	0.62	0.65	0.62
农药	0.55	0.54	0.52	0.59	0.59	0.61	0.57
其他无机化学	0.52	0.51	0.51	0.46	0.45	0.48	0.50
联碱	0.56	0.60	0.57	0.55	0.53	0.45	0.47

大纯碱	0.55	0.56	0.53	0.55	0.54	0.56	0.58
氯碱	0.79	0.78	0.76	0.64	0.70	0.76	0.75
盐化工	0.68	0.68	0.66	0.60	0.63	0.67	0.67
轮胎制造	0.73	0.75	0.74	0.72	0.70	0.72	0.71
橡胶制品系列	0.72	0.72	0.72	0.70	0.68	0.71	0.70
电池阳极	0.55	0.55	0.53	0.63	0.63	0.64	0.62
化工原料及制品制造	0.58	0.57	0.56	0.55	0.54	0.57	0.56
全部石化化工	0.44	0.43	0.42	0.45	0.42	0.43	0.43
全部石化化工（剔除双雄）	0.57	0.56	0.55	0.53	0.52	0.54	0.54

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

2.5. 毛利率环比提升明确，行业盈利状况在迅速恢复

2009 年上半年，石化行业包括石化双雄的毛利率为 32.31%，环比提升 0.39 个百分点，也就是环比提升 1.24%，同比提升 76.12%；剔除石化双雄的石化行业毛利率为 19.37%，环比提升 18.81%，即是环比提高 3.12 个百分点，同比提升 1097.12%。

2009 年上半年化工行业毛利率为 17.08%，相比 1 季度毛利提高 0.29 个百分点，即是环比提升 1.71%，同比 2008 年中报降低 13.56%。

在所有 57 个划分的不分层次的行业中有 44 个行业的毛利率是环比增长的；而且还有 5 个行业的毛利率环比增长率小于-2%，是基本持平的；另外有 6 个行业环比降幅小于 12%；剩下的两个行业环比降幅也是在 20%以内的。而在今年一季度的毛利率环比中，则仅有 23 个子行业环比增长，另外 34 个子行业环比为负。即便剔除掉其中环比降幅小于 2%的 2 个行业和环比降幅小于 12%的 4 个行业，可以说当时的行业状况仍是扑朔迷离的。仅就毛利率而言，石化行业在 1 季度环比上升而化工行业毛利率 1 季度环比是下降的，而当前这两个一级子行业的毛利率均是环比上升的，因此当前可以说，行业整体的盈利状况在迅速恢复。但是由于当前仍仅是石化行业毛利率同比 2006 至 2008 年三年同期毛利率均为正，而且自 2008 年 4 季度开始毛利率就开始环比上升，显示了行业的确定性增长；而对于化工行业而言，目前毛利仅仅只是稳定住，还很难说确定了未来的方向，同时毛利率的同比 2006 至 2008 年三年同期毛利率，除了与 2006 年中报相比略有提升外，相对 2008、2007 两年中期毛利率均是同比小于 1 的，因此，虽然说行业盈利在迅速恢复，但是仍不能说化工行业是确定增长的。

在环比上升明显，盈利状况迅速恢复的同时，石化化工行业中轮胎、杀虫剂、民爆产品、钾肥、染料、涂料、日用化学品、高性能辐射材料、工程及改

性塑料、塑料包装材料、所有石化细分行业的毛利率是处在历史高位的。而同时有机氟、电池阳极材料业则基本维持了历史相当的毛利率。其他产品的毛利率虽然大多环比上升，但仍是处于历史的低位。

在所有化工产品中只有气头尿素和焦炭的毛利率是连续三个季度环比下降的。其中气头尿素的毛利率从2007年2季度的25.83%开始不断下降，至当前已经降到了19.24%。而同样是尿素生产，伴随下跌后基本没有上涨的煤炭价格，同时相关煤头尿素生产厂家正不断改进技术降低煤耗或者选用型煤或粉煤，使得煤头尿素企业毛利率在1季度触及最低点10.52%后回升到12.66%，使得二者之间的毛利率之差由8.58-9.05个百分点，减少到6.58个百分点。而且可以说二者的毛利率之差是在不断缩小的，这是由于天然气价格上升而煤炭尤其是低端煤种价格上升要慢于天然气，同时型煤及粉煤气化技术的采用，使得兖矿鲁南化肥厂、华鲁恒升等厂的煤耗和煤品种都向节约方向发展等原因决定的。这显示了未来煤头尿素生产将是尿素企业发展的必然，而且必然是采用类似鲁南、华鲁的摆脱无烟煤限制的模式。但是，无论如何，当前化肥用气价格未调整或仅微调情况下，气头尿素公司还是拥有无可争议的成本优势，纯粹的气头尿素公司，如建峰化工、辽通化工的毛利率都在40%以上。

原油服务行业的净利润同比下降21%，这与它们营业收入的增长形成鲜明对比，即便考虑由于其结算带来的浮动，我们也可以说原油服务业的盈利能力是在下降的，而毛利率的同比下降14.3%则正好印证了这一判断。但是这也远远不能得出净利润的超过20%的大幅下降，因此，我们认为原油服务业的必然还有没有结算的、延迟结算的利润，而且今年的占比较往年还要大，因此，我们谨慎看好下半年的原油服务业的表现。

表 5. 石化化工细分行业毛利率比较

细分行业毛利率	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-2Q	2007-4Q	2007-2Q	2006-4Q
原油服务	0.27	0.29	0.29	0.32	0.30	0.32	0.25
中国石化	0.27	0.27	0.09	0.07	0.16	0.18	0.16
中国石油	0.40	0.39	0.36	0.34	0.42	0.43	0.47
普通公司	0.14	0.13	0.09	0.12	0.11	0.11	0.10
原油生产及炼制	0.32	0.32	0.20	0.18	0.26	0.28	0.27
原油生产及炼制(剔除双雄)	0.20	0.17	-0.05	0.02	0.09	0.12	0.07
LPG 加工及销售	0.21	0.24	0.15	0.17	0.15	0.13	0.10
原油产品再加工及销售	0.18	0.20	0.14	0.15	0.15	0.14	0.12
原油、天然气及其初级制品	0.32	0.32	0.20	0.18	0.26	0.28	0.27
原油、天然气及其初级制品	0.19	0.17	-0.02	0.03	0.10	0.12	0.08

(剔除双雄)							
塑料包装	0.21	0.21	0.18	0.19	0.18	0.18	0.16
工程及改性塑料	0.15	0.15	0.13	0.14	0.14	0.13	0.13
其他塑料制造	0.18	0.18	0.15	0.16	0.15	0.15	0.14
焦炭	0.10	0.11	0.16	0.19	0.18	0.19	0.17
甲醇衍生物	0.11	0.04	0.07	0.11	0.16	0.16	0.17
其他煤化工	0.09	0.09	0.16	0.19	0.19	0.19	0.18
玻纤	0.17	0.15	0.26	0.26	0.27	0.25	0.29
其他化工新材料	0.17	0.15	0.25	0.24	0.26	0.24	0.26
高性能辐射材料	0.38	0.35	0.34	0.34	0.37	0.35	0.38
有机硅	0.07	0.04	0.09	0.12	0.15	0.15	0.14
有机氟	0.14	0.09	0.12	0.13	0.14	0.15	0.14
聚氨酯	0.28	0.24	0.30	0.36	0.39	0.36	0.34
高分子新材料	0.17	0.14	0.18	0.21	0.24	0.24	0.21
化工新材料	0.17	0.14	0.21	0.22	0.25	0.24	0.22
涤纶	0.05	0.03	0.06	0.08	0.09	0.08	0.08
维纶	0.09	0.04	0.13	0.18	0.21	0.21	0.18
粘胶纤维	0.10	-0.03	-0.01	0.08	0.21	0.23	0.16
氨纶	0.08	-0.02	0.17	0.25	0.41	0.42	0.18
化学纤维制造	0.09	0.04	0.04	0.09	0.14	0.14	0.10
染料	0.27	0.26	0.24	0.26	0.24	0.23	0.22
涂料	0.24	0.23	0.17	0.17	0.17	0.18	0.16
日用化工	0.38	0.34	0.34	0.35	0.32	0.35	0.32
其他精细化学品	0.31	0.28	0.28	0.29	0.27	0.28	0.26
气头尿素	0.19	0.20	0.24	0.25	0.26	0.26	0.25
煤头尿素	0.13	0.11	0.16	0.20	0.18	0.17	0.17
尿素	0.16	0.15	0.20	0.22	0.22	0.22	0.21
钾肥	0.75	0.81	0.73	0.73	0.56	0.58	0.49
复合肥+磷铵	0.06	0.07	0.10	0.17	0.13	0.09	0.12
化肥	0.24	0.30	0.27	0.28	0.24	0.24	0.23
其他磷化工	0.12	0.12	0.26	0.25	0.15	0.15	0.15
炸药生产	0.39	0.37	0.31	0.28	0.32	0.33	0.34
民爆产品系列	0.32	0.29	0.31	0.29	0.28	0.28	0.29
草甘膦	0.15	0.13	0.34	0.35	0.23	0.21	0.22
除草剂	0.15	0.15	0.27	0.29	0.19	0.18	0.18
杀虫剂	0.19	0.17	0.17	0.18	0.18	0.18	0.18
农药	0.18	0.16	0.24	0.25	0.18	0.18	0.18
其他无机化学	0.19	0.17	0.17	0.18	0.20	0.22	0.22
联碱	0.10	0.08	0.20	0.28	0.22	0.22	0.12
大纯碱	0.08	0.05	0.16	0.21	0.18	0.18	0.15
氯碱	0.08	0.08	0.11	0.16	0.17	0.16	0.14
盐化工	0.09	0.08	0.14	0.19	0.18	0.17	0.15

轮胎制造	0.17	0.11	0.08	0.11	0.13	0.13	0.11
橡胶制品系列	0.18	0.13	0.10	0.13	0.14	0.14	0.12
电池阳极	0.24	0.29	0.33	0.32	0.20	0.20	0.12
化工原料及制品制造	0.17	0.17	0.18	0.20	0.19	0.19	0.17
全部石化化工	0.30	0.30	0.19	0.19	0.25	0.27	0.26
全部石化化工（剔除双雄）	0.17	0.17	0.14	0.16	0.17	0.17	0.15

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

2.6. 三项费用率环比下降，但仍处于历史高位

在 2009 年 1 季度，各行业均达到一个极高的三项费用率，这是由于 1 季度时各公司营业收入基本达到低点、开工不足导致的，而当前三项费用率虽然较 1 季度有所降低，但是仍处在一个历史的高位。这也展现当前确实是一个低谷转型期。

我们可以看到仅有焦炭、玻纤、气头尿素、钾肥等 4 行业的三项费用率是环比上升的，其中除了气头尿素之外，其他 3 个行业的三项费用率均处于历史高位，因此我们认为三项费用的环比上升展现了这 3 类行业利润率将有所下滑。

我们同时也可以看到三项费用率同比提高超过 50% 的有原油服务、有机硅、草甘膦、玻璃纤维、氨碱纯碱等 5 个子行业。通过分项对比可以看玻纤行业三项费用主要是在财务费用上提高了 6.6 个百分点，而在管理费用上提高了 4.1 个百分点，在销售费用上仅提高了 0.4 个百分点，结合前面高负债状况，可以说玻纤行业已经显示出较高的财务压力。而氨碱行业和玻纤行业类似主要费用增长在管理和财务费用上，只是对氨碱行业来说管理费用的提升最为明显，这就显示相关氨碱行业正在努力转型，同时也有着一定的财务压力。而有机硅行业则是管理费用的提升最为明显，达到 2.9 个百分点，而财务费用提升 1.3 个百分点，而销售费用仅提升 0.3 个百分点。草甘膦行业的财务费用率仅微增 0.1 个百分点，销售费用率提升了 1.1 个百分点，占比最大的仍是管理费用率的提升 3.0 个百分点。有机硅是典型的高技术行业，当前建设开工较多，财务费用较多，而草甘膦行业早已饱和，销售受阻下不得不加大投入，但无论是有机硅的技术相对高深及其下游产品开发、草甘膦需要进一步深化细化得到高纯产品还是这两个产品大多需要联合生产的技术，如此种种的技术或工艺都要求均是需要强大的后台管理和技术支持，因此，在危机和转型时期出现较高的管理费用就不值得奇怪了。原油服务业的三项费用分项看可以得到原油服务业的只在财务费用上大增 3.3 个百分点，而其他两项费用不但占比小，而且在当前这两项费用率不但没有增加，而且略有降低，这样结合下表 7 的原油服务项的存货大增，而上面资产负债项、财务收入项的大增，再加上利润项的大减和毛利项

的基本维持稳定，我们可以清楚的判断，该行业正囤积存货，准备 8 月份之后的开工，而且有些结算项也是放在后面的，其加大财务支出，但却不必担心销售或下游，这是典型的要大干一场的表现。

我们认为三项费用率高是指平均三项费用率在 15%以上的状况。这样我们可以看到高性能辐射材料（热缩材料）、涂料、日化、炸药、电池阳极、其他无机化学等细分行业。通过细分可以看到电池阳极材料行业在过去三项费用率各项大小基本相同，但是自去年 3 季度以来，危急之下的强化管理和加强技术明显，管理费用急剧提升，已经比其他两项之和的两倍还要多。日化行业是典型的商业类型化工行业，也是精细化工最典型和最贴近生活的产品，它的财务状况在如以上资产负债率和以下的现金流量下是非常好的，基本没有什么财务费用负担，它的销售费用率基本上是其管理费用率的两倍，我们对其稳定发展没有疑问。涂料和炸药，一个是可能对人体有害同时又是很容易与人体或人们生活环境接触的产品，一个是极度危险的产品，因此，二者的高管理费用率的付出就很有必要。

表 6. 石化化工细分行业三项费用率比较

细分行业三项费用率	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-2Q	2007-4Q	2007-2Q	2006-4Q
原油服务	0.07	0.08	0.05	0.04	0.04	0.03	0.04
中国石化	0.07	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06
中国石油	0.12	0.13	0.09	0.10	0.11	0.11	0.12
普通公司	0.07	0.08	0.05	0.05	0.06	0.06	0.05
原油生产及炼制	0.09	0.10	0.07	0.07	0.08	0.07	0.08
原油生产及炼制（剔除双雄）	0.07	0.08	0.05	0.04	0.06	0.05	0.05
LPG 加工及销售	0.07	0.09	0.06	0.06	0.07	0.07	0.06
原油产品再加工及销售	0.08	0.08	0.07	0.07	0.08	0.08	0.07
原油、天然气及其初级制品	0.09	0.10	0.07	0.07	0.08	0.07	0.08
原油、天然气及其初级制品（剔除双雄）	0.07	0.08	0.05	0.05	0.06	0.05	0.06
塑料包装	0.13	0.15	0.13	0.12	0.12	0.11	0.10
工程及改性塑料	0.11	0.13	0.09	0.09	0.08	0.07	0.08
其他塑料制造	0.12	0.14	0.11	0.10	0.10	0.08	0.09
焦炭	0.12	0.11	0.09	0.09	0.09	0.10	0.11
甲醇衍生物	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08	0.08	0.11
其他煤化工	0.13	0.13	0.10	0.10	0.11	0.11	0.13
玻纤	0.21	0.20	0.14	0.10	0.12	0.11	0.13
其他化工新材料	0.18	0.18	0.13	0.10	0.11	0.11	0.12
高性能辐射材料	0.26	0.29	0.24	0.24	0.21	0.21	0.20
有机硅	0.12	0.12	0.10	0.08	0.07	0.08	0.08

有机氟	0.14	0.16	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10
聚氨酯	0.11	0.13	0.09	0.08	0.11	0.09	0.09
高分子新材料	0.13	0.14	0.11	0.09	0.10	0.09	0.09
化工新材料	0.15	0.15	0.11	0.09	0.10	0.10	0.10
涤纶	0.09	0.11	0.08	0.06	0.06	0.06	0.06
维纶	0.13	0.15	0.10	0.09	0.09	0.10	0.10
粘胶纤维	0.12	0.13	0.14	0.10	0.10	0.10	0.11
氨纶	0.10	0.13	0.11	0.09	0.07	0.06	0.11
化学纤维制造	0.10	0.11	0.09	0.07	0.07	0.07	0.07
染料	0.12	0.13	0.13	0.12	0.11	0.10	0.10
涂料	0.20	0.23	0.17	0.16	0.16	0.17	0.17
日用化工	0.32	0.33	0.30	0.28	0.28	0.29	0.28
其他精细化学品	0.21	0.22	0.21	0.20	0.19	0.19	0.20
气头尿素	0.11	0.10	0.12	0.11	0.13	0.10	0.12
煤头尿素	0.08	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07
尿素	0.10	0.09	0.10	0.09	0.10	0.09	0.10
钾肥	0.11	0.06	0.11	0.12	0.13	0.12	0.15
复合肥+磷铵	0.08	0.08	0.07	0.07	0.06	0.06	0.07
化肥	0.10	0.08	0.10	0.09	0.10	0.09	0.10
其他磷化工	0.11	0.12	0.12	0.11	0.13	0.13	0.12
炸药生产	0.19	0.23	0.19	0.19	0.17	0.18	0.18
民爆产品系列	0.17	0.18	0.15	0.15	0.13	0.14	0.14
草甘膦	0.10	0.10	0.08	0.06	0.10	0.08	0.10
除草剂	0.10	0.10	0.09	0.07	0.10	0.08	0.09
杀虫剂	0.11	0.12	0.13	0.11	0.13	0.11	0.13
农药	0.12	0.12	0.10	0.09	0.11	0.10	0.10
其他无机化学	0.20	0.20	0.18	0.16	0.16	0.15	0.16
联碱	0.14	0.16	0.12	0.14	0.15	0.16	0.13
大纯碱	0.14	0.15	0.10	0.09	0.10	0.10	0.09
氯碱	0.13	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	0.20
盐化工	0.14	0.15	0.12	0.12	0.12	0.12	0.16
轮胎制造	0.11	0.12	0.10	0.09	0.10	0.09	0.09
橡胶制品系列	0.12	0.13	0.11	0.10	0.11	0.10	0.10
电池阳极	0.19	0.23	0.15	0.15	0.15	0.16	0.15
化工原料及制品制造	0.13	0.13	0.11	0.10	0.10	0.10	0.11
全部石化化工	0.09	0.10	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08
全部石化化工（剔除双雄）	0.11	0.12	0.10	0.09	0.09	0.09	0.10

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

2.7. 存货同比有跌有涨，整体是明确支持行业向上的

存货同比各子行业有跌有涨，如果仅以同比数据的环比来看，仅有 17 类不分层次的细分行业的存货同比是上涨的。而存货自身的环比中有 30 类不分层次的细分行业是上涨的。整体来说存货和存货同比均有跌有涨。

但是存货自身的变化方向并不能明确表明行业运行方向，因为存货有可能是产成品也有可能是原材料，而存货的同比变化也不大可能明确行业运行方向，比如存货同比上升既有可能是生产扩大所致，也有可能是销售不畅所致。

通过统计，我们看到存货同比减小 30 个百分点的有纯碱、玻纤、其他磷化工、尿素、有机氟等行业；存货同比减少 10 个百分点以上的有电池阳极、LPG、杀虫剂、轮胎复合肥+磷铵、染料、涂料、日用化工、焦炭、维纶、工程及改性塑料等行业，其中前两者同比减少 20 个百分点以上的；存货同比增长 10 个百分点以上的有聚氨酯、除草剂、涤纶等行业；存货同比增长 30 个百分点以上的有塑料包装细分行业。可以看到相关归类的行业基本具有相同类型的行业表现，因此在这里基本可以看到这样的逻辑存货同比增长超过一定程度，那么没有下游的支撑是不可能的，否则早在此阈值之前就会停产；同理存货同比减少一定程度是行业启动的信号，但是该信号如果深化到进一步深度的时候，显然只要不是中国产能绝对不足的行业，这非但不是行业启动、开工未启、销售过旺造成库存减少，而是销售不旺、价格太低导致的停产消耗库存的状态。

表 7. 石化化工细分行业存货同比值

细分行业存货同比	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-3Q	2008-2Q	2008-1Q	2007-4Q
原油服务	1.61	1.65	1.63	1.49	1.64	1.92	1.65
中国石化	0.74	0.71	0.82	1.51	1.57	1.51	1.22
中国石油	0.89	0.89	1.02	-	1.17	-	1.16
普通公司	0.63	0.60	0.52	0.80	0.79	0.65	0.96
原油生产及炼制	0.79	0.78	0.91	2.45	1.39	2.40	1.20
原油生产及炼制(剔除双雄)	0.58	0.56	0.80	1.21	1.32	1.11	1.18
LPG 加工及销售	1.25	1.43	1.51	1.70	2.29	1.72	1.52
原油产品再加工及销售	1.30	1.27	1.25	1.38	1.50	1.31	1.15
原油、天然气及其初级制品	0.79	0.78	0.91	2.44	1.39	2.39	1.20
原油、天然气及其初级制品(剔除双雄)	0.71	0.69	0.88	1.24	1.35	1.14	1.17
塑料包装	0.96	0.64	0.62	0.80	0.78	1.42	1.18
工程及改性塑料	0.89	0.98	1.07	1.30	2.09	1.85	1.76

其他塑料制造	0.91	0.87	0.91	1.13	1.52	1.69	1.51
焦炭	0.93	1.04	1.15	1.64	1.21	1.20	1.20
甲醇衍生物	1.09	1.13	1.25	1.52	1.17	1.16	1.41
其他煤化工	0.94	1.04	1.19	1.69	1.25	1.22	1.22
玻纤	1.42	1.74	1.87	1.88	1.71	1.39	1.56
其他化工新材料	1.22	1.45	1.62	1.60	1.46	1.25	1.32
高性能辐射材料	0.81	0.86	1.00	1.20	1.64	1.72	2.03
有机硅	1.01	1.07	1.34	1.85	1.95	1.59	1.27
有机氟	0.77	1.41	1.00	1.38	1.22	0.71	1.21
聚氨酯	0.80	0.65	0.88	1.52	0.90	1.35	1.37
高分子新材料	0.88	1.00	1.11	1.60	1.39	1.31	1.31
化工新材料	1.02	1.19	1.32	1.60	1.42	1.28	1.31
涤纶	0.77	0.68	0.78	1.03	0.99	1.28	1.39
维纶	1.06	1.21	1.47	2.23	2.72	2.01	1.49
粘胶纤维	0.60	0.55	0.79	1.71	2.02	2.18	1.56
氨纶	0.48	0.49	0.60	1.99	1.34	1.72	1.95
化学纤维制造	0.72	0.63	0.81	1.51	1.40	1.60	1.38
染料	0.79	0.93	1.06	1.47	1.61	1.32	1.32
涂料	0.86	0.96	1.05	1.17	1.16	1.10	1.22
日用化工	0.92	1.12	1.20	1.05	1.18	1.05	1.02
其他精细化学品	0.87	1.02	1.12	1.22	1.26	1.10	1.12
气头尿素	1.08	1.38	1.73	1.67	1.20	0.85	0.88
煤头尿素	0.78	1.32	1.61	2.22	2.02	1.82	1.61
尿素	0.90	1.35	1.66	1.95	1.58	1.21	1.19
钾肥	1.64	1.64	3.24	3.35	3.30	2.68	1.28
复合肥+磷铵	0.82	1.14	1.72	1.73	1.56	1.56	1.09
化肥	1.06	1.38	1.90	2.12	1.80	1.46	1.18
其他磷化工	1.13	1.89	1.46	1.52	1.21	0.79	1.20
炸药生产	1.27	1.19	1.28	1.55	1.38	1.51	1.36
民爆产品系列	0.96	1.14	1.30	2.93	2.28	2.88	1.36
草甘膦	0.99	1.06	1.15	1.78	1.61	1.42	1.49
除草剂	0.95	0.81	1.16	1.76	1.83	1.58	1.16
杀虫剂	0.85	1.03	1.10	1.15	1.10	1.04	1.00
农药	0.83	0.84	0.98	1.52	1.73	1.53	1.29
其他无机化学	0.95	0.94	1.06	1.12	1.27	1.46	1.25
联碱	0.83	1.55	1.26	3.21	1.95	1.49	1.40
大纯碱	0.84	1.18	1.14	2.33	1.49	1.20	1.19
氯碱	0.91	0.95	0.97	1.27	1.23	1.33	1.23
盐化工	0.92	1.07	1.07	1.59	1.31	1.24	1.21
轮胎制造	0.79	0.88	1.07	1.46	1.32	1.26	1.06
橡胶制品系列	0.82	0.90	1.11	1.49	1.36	1.27	1.08
电池阳极	1.16	1.36	1.55	1.63	1.37	1.31	1.16

化工原料及制品制造	0.92	1.01	1.18	1.55	1.46	1.40	1.27
全部石化化工	0.81	0.82	0.96	2.20	1.40	2.11	1.21
全部石化化工（剔除双雄）	0.89	0.96	1.14	1.50	1.44	1.36	1.25

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

2.8. 存货周转率环比上升明显，行业开工向好

在我们统计的所有细分行业中，第一次出现了一个几乎完全一致的趋势，那就是除了非草甘膦除草剂、钾肥之外所有的细分行业的存货周转率（折年）都环比明显上升。这显示了一个至少在相关外部环境不发生变化下，也就是当前的货币财政政策条件下没有发生第二次世界经济探底，石化化工行业将呈现持续扩大销售、加大开工的态势。

但是当前的各个行业的存货周转率基本上都处在历史的相对低位，基本位于历史平均水平上的只有涤纶、涂料、日化、粘胶、尿素、磷铵+复合肥、其他磷化工、杀虫剂、炸药、轮胎等行业。而处于存货周转率历史高点的只有（原油生产及炼制）**普通公司、塑料包装、聚氨酯、氨纶、染料**等五个行业。对于后四个在运营加大同时仍可保证毛利处于一定高度的行业，我们认为值得重点推荐。

在 2 季度中报相对 1 季报存货周转次数提升超过或很接近 1 次的有**尿素、氨纶、涤纶、氨碱纯碱、炸药、轮胎、LPG**等七大类行业。而中报展现的存货周转次数环比增长超过 15%的细分行业除了以上的七大类行业之外，还有工程及改性塑料、高性能辐射材料、日用化工、涂料、磷铵+复合肥、其他磷化工等六大类行业。而存货周转次数环比增长超过 10%的行业有其他普通原油生产炼制造商（含 S 上石化）、中石油、氨碱法纯碱、甲醇衍生物、玻纤、有机硅等 5 大类。

普通原油炼制造商存货周转率处于历史高点，而中石油的存货周转率也维持较高增速，而中石化作为利润增长最快的公司，存货周转却很低。这就表明了多个问题：小油厂虽然没有资源渠道优势，但是在当前条件下不得不奋力力争，低价出售，加大存货周转，即便利润较低，而中石化显然在过去的第二季度依据我们在一系列的成品油点评报告中指出的超额溢价大赚特赚，但在同时却不

可避免的带来了销售的相对不畅，虽然它的存货周转是好转的。也正是因为如此所以在6月底、7月份、9月份的中报时点之后的近三次成品油调整中，每次的调整幅度都是有意的挤压掉部分超额溢价，当前我们认为大致的超额溢价缺口在80元/吨成品油，大致已经调整到位。而如果原油均价能够突破73.5美元/桶，达到调价标准，我们认为即便在国庆前也会调价，也就是说接下来只要达到标准，那么下一次成品油调价就能在一两天内马上看得到。

钾肥的存货周转率是唯有的两个环比下降的行业之一，而且是唯一的环比下降超过20%的行业。虽然盐湖集团将价格下调至3250元/吨，但是对比钾肥的价格在其他化肥价格均大幅下调情况下仍是显得很高，实际中这一肥料品种被尽量少的使用就成为当然。据笔者所知，相当多的复合肥都尽量少的加入钾肥的配比，而农民在钾肥价格相对高的时候，主动做起鸵鸟，假装庄稼不需要钾肥。后市我们认为，无论国家是否会迅速的给予农业直补，但是钾肥价格在当前价格对照下变得相对便宜应该是一种必然。但是如果直补充分，那么钾肥企业将更受益，可能不降价，否则必然要降价。但无论如何由于我国钾肥资源以及钾肥开发企业的垄断性，未来国内钾肥生产企业仍是很好的证券市场标的。

表 8. 石化化工细分行业存货周转率（折年）一览

细分行业存货周转率（折年）	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-2Q	2007-4Q	2007-2Q	2006-4Q
原油服务	5.18	4.74	4.90	4.90	5.22	7.10	7.27
中国石化	7.28	7.04	10.39	9.09	9.20	9.60	8.97
中国石油	6.36	5.59	7.24	8.02	11.95	11.49	10.46
普通公司	15.47	13.59	17.24	14.85	10.53	8.77	10.34
原油生产及炼制	6.95	6.41	9.11	8.74	9.97	10.13	9.42
原油生产及炼制（剔除双雄）	9.75	8.54	12.28	10.53	9.85	9.40	10.61
LPG 加工及销售	4.08	3.12	5.48	5.48	8.48	10.42	4.87
原油产品再加工及销售	4.92	4.88	6.16	6.59	7.32	7.92	5.25
原油、天然气及其初级制品	6.93	6.40	9.08	8.72	9.95	10.12	9.36
原油、天然气及其初级制品（剔除双雄）	8.17	7.43	10.90	9.83	9.39	9.17	9.23
塑料包装	6.00	5.90	6.80	5.34	4.15	4.84	5.54
工程及改性塑料	2.66	2.23	3.03	3.17	3.35	5.39	4.72
其他塑料制造	3.45	3.09	3.91	3.76	3.62	5.16	5.04
焦炭	6.18	5.93	7.65	9.69	7.29	6.96	6.62

甲醇衍生物	6.25	5.50	6.60	8.76	7.67	7.09	6.76
其他煤化工	6.24	5.69	7.32	9.28	7.35	6.90	6.59
玻纤	3.40	3.02	3.92	6.68	5.76	7.20	6.04
其他化工新材料	3.26	2.93	3.65	5.32	4.73	5.11	4.61
高性能辐射材料	3.26	2.78	3.61	3.32	3.48	4.07	4.47
有机硅	4.37	3.91	4.22	5.88	6.05	5.70	6.35
有机氟	7.33	6.88	8.37	11.93	9.38	9.57	8.53
聚氨酯	7.80	7.24	6.87	7.36	7.23	6.71	7.43
高分子新材料	5.43	4.92	5.56	6.92	6.82	6.94	6.99
化工新材料	4.32	3.91	4.68	6.24	5.95	6.16	5.97
涤纶	6.38	5.07	6.78	6.01	6.33	6.17	6.60
维纶	6.10	5.94	6.85	9.09	8.80	10.98	9.50
粘胶纤维	4.37	4.26	3.73	2.74	4.13	5.19	4.78
氨纶	5.78	4.63	2.80	2.61	2.89	3.74	5.02
化学纤维制造	6.43	6.03	6.48	5.77	6.88	7.30	7.74
染料	5.71	5.34	5.62	5.14	5.21	5.33	5.42
涂料	2.28	1.79	2.13	2.12	2.30	2.18	2.58
日用化工	5.36	4.64	5.58	5.63	5.75	5.52	6.05
其他精细化学品	4.88	4.32	4.81	4.77	4.69	4.49	4.93
气头尿素	6.75	5.60	4.75	7.84	6.65	5.77	5.21
煤头尿素	6.49	5.12	4.17	6.26	5.94	7.84	6.58
尿素	6.61	5.34	4.42	6.92	6.26	6.64	5.80
钾肥	0.80	0.99	0.94	1.08	2.25	2.56	2.70
复合肥+磷铵	4.80	4.15	4.50	5.55	6.30	3.84	4.69
化肥	4.48	4.03	3.60	5.30	5.69	5.62	5.14
其他磷化工	4.07	3.26	3.24	5.19	3.81	3.91	4.53
炸药生产	8.15	6.80	8.22	8.01	8.61	8.31	10.14
民爆产品系列	7.05	5.80	6.64	6.83	10.07	13.47	12.35
草甘膦	5.70	5.49	6.04	8.46	6.31	7.50	6.99
除草剂	3.90	4.43	5.21	4.40	6.00	5.05	5.53
杀虫剂	5.25	4.92	4.79	5.73	4.30	4.92	3.66
农药	4.22	4.39	4.81	4.61	4.69	5.07	4.86
其他无机化学	3.05	2.90	3.44	3.61	3.67	4.54	4.96
联碱	6.03	5.38	5.47	6.89	6.56	6.98	7.02
大纯碱	8.19	7.10	8.37	12.13	11.32	11.77	11.95
氯碱	6.00	5.70	6.56	6.84	6.53	7.24	6.97
盐化工	6.49	5.93	7.01	8.41	7.98	8.47	8.43
轮胎制造	5.69	4.73	5.45	6.42	6.43	7.14	5.53
橡胶制品系列	5.47	4.57	5.24	6.21	6.21	6.88	5.51
电池阳极	1.00	0.82	1.43	1.75	1.71	1.60	1.29
化工原料及制品制造	4.71	4.28	4.84	5.58	5.62	6.07	5.91
全部石化化工	6.45	5.91	8.20	8.16	8.99	9.26	8.68

全部石化化工（剔除双雄）	5.09	4.61	5.56	6.20	6.17	6.57	6.49
--------------	------	------	------	------	------	------	------

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

2.9. 宽松环境下，现金流不是问题

由于金融危机冲击，自 2008 年底以来财政和货币政策转向宽松，石化化工行业的虽然 08 年以来的现金流净值/营业收入现实的情况并不理想，但是 08 年 4 季度和 09 年 1 季度这一指标快速上升，基本上单季经营活动净现金流/营业收入（折年）近三年的高点均在这一区间出现，而不做单季度处理的经营活动净现金流/营业收入（折年）的三年高点则基本出现在信贷放松之初、季度之首、没有往季业绩拖累的 2009 年 1 季度。结合营业收入和利润的低谷区，我们可以得出在 2009 年 1 季度仅仅只是由于资金回笼以及信贷激增导致的现金流状况突出，还很难说确定的有进入实体经济的判断。这一判断即便是在 2009 年 1 季度已经明显好转的石化行业都很难确定。2009 年不做单季度处理的中期经营现金流状况虽然较 2009 年 1 季度有所下降，但大多仍处于历史高点，虽然可能还有 2009 年 1 季度现金流较高的影响，但考虑到营业收入的增长，还有我们对应的其他不做季度处理的中期数据的变化，我们基本可以认为当前资金已经进入到实体经济层面，并且运行相对质量较好。这在单季经营活动净现金流/营业收入（折年）中也可以看到资金已经进入到实体经济层面，并且运行相对质量较好这一点：石化、石化剔除双雄、化工等三个主要的一级石化化工子行业的该指标高点均出现在 2008 年 4 季度或 2009 年 1 季度，2009 年 2 季度虽然较相较 2009 年 1 季度略有下降，但仍处于历史季度最好水平。

在其中，单季的经营净现金流/营业收入（折年）同比提高 0.2 以上的有中石化、中石油、LPG、工程塑料、有机氟、聚氨酯、气头尿素、炸药、染料、轮胎、钾肥、民爆系列产品、氨纶等行业。

单季的经营净现金流/营业收入（折年）环比提高的有 LPG、高性能辐射材料、有机硅、有机氟、维纶、氨纶、染料、日化、气头尿素、炸药、轮胎、民爆系列产品、钾肥、杀虫剂、氨碱纯碱、氯碱等行业。

在所有不分层次 57 个行业中，仅有 7 个细分行业单季的经营净现金流/营业收入（折年）小于零，还有 2 个行业的单季的经营净现金流/营业收入

（折年）小于 0.1，其他 48 个行业的数据均在 0.1 以上。而在不做单季度处理的经营净现金流/营业收入（折年）数据系统也是仅有 8 个行业的数据在 0.1 以下，其他 49 个行业的数据在 0.1 以上。可以说均显示了良好的现金流状况，结合以上的毛利、ROE、收入利润、存货周转率、三项费用等分析，我们可以看到各公司现金流的变动状况与各公司毛利率的状况基本相反，显示了确实存在有利润的地方已经开始有资金真正投入运营；而存货周转率的相对历史低位、收入利润尤其是化工收入利润的同比仍存在较大降幅，此外还有当前现金流的高企均表示当前石化化工行业尤其是化工行业仍需要进一步资金的转化成生产力，并且当前资金利用率上也有这样的期待；此外三项费用的增加尤其是财务费用和管理费用的增加，均显示当前新产能的建设，更有企业的产品、技术、设备等的转型都面临着一个重要的时间段，这样的低谷转型期更加需要资金的进一步支持。由于现金流在行业的启动转型的 2008 年 4 季度到 2009 年 1 季度起到至关重要的蓄势作用，未来行业的进一步发展，这方面的支持不可或缺。鉴于当前现金流相对充分，我们认为至少在一到两个季度内，只要保持当前的适度宽松的财税货币政策，那么石化化工行业走好是必然！

表 9. 石化化工细分行业经营活动现金流/营业收入（折年）一览

细分行业经营活动现金流/ 营业收入（折年）	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-2Q	2007-4Q	2007-2Q	2006-4Q
原油服务	0.29	0.21	0.22	0.10	0.25	0.32	0.26
中国石化	0.31	0.97	0.05	0.02	0.10	0.23	0.09
中国石油	0.64	1.39	0.17	0.31	0.25	0.57	0.30
普通公司	0.12	0.41	0.05	0.08	0.04	0.07	0.06
原油生产及炼制	0.45	1.14	0.10	0.14	0.16	0.36	0.17
原油生产及炼制（剔除双雄）	0.22	0.71	-0.03	-0.02	0.03	0.09	0.04
LPG 加工及销售	0.21	0.02	0.09	-0.18	0.11	0.02	0.04
原油产品再加工及销售	0.22	0.51	0.10	0.00	0.12	0.15	0.09
原油、天然气及其初级制品	0.45	1.14	0.10	0.13	0.16	0.36	0.17
原油、天然气及其初级制品 （剔除双雄）	0.22	0.67	-0.01	-0.02	0.05	0.10	0.05
塑料包装	0.22	0.51	0.16	0.24	0.06	0.01	0.05
工程及改性塑料	0.23	0.51	0.01	-0.03	-0.03	0.09	0.07
其他塑料制造	0.23	0.51	0.07	0.08	0.01	0.06	0.06
焦炭	0.24	0.46	0.06	0.23	0.13	0.10	0.05

甲醇衍生物	0.03	0.67	0.05	0.10	0.09	0.13	0.28
其他煤化工	0.07	0.48	0.08	0.20	0.14	0.11	0.10
玻纤	0.15	0.42	0.05	0.15	0.16	0.26	0.16
其他化工新材料	0.18	0.41	0.06	0.13	0.12	0.14	0.15
高性能辐射材料	0.01	-0.19	0.10	-0.11	0.08	0.02	0.17
有机硅	0.03	-0.01	0.04	0.12	0.06	0.04	0.05
有机氟	0.19	-0.19	0.11	0.05	0.09	0.14	0.11
聚氨酯	0.67	1.45	0.24	0.21	0.14	0.33	0.18
高分子新材料	0.28	0.34	0.13	0.14	0.10	0.19	0.12
化工新材料	0.24	0.37	0.10	0.14	0.11	0.17	0.13
涤纶	-0.01	0.37	0.12	0.14	0.03	0.03	0.07
维纶	0.09	0.04	0.08	0.21	0.12	0.24	0.16
粘胶纤维	0.25	1.05	0.11	0.08	0.05	0.17	0.06
氨纶	0.38	0.20	-0.03	-0.23	0.26	0.53	0.17
化学纤维制造	0.18	0.64	0.07	0.07	0.05	0.13	0.07
染料	0.39	0.54	0.12	0.14	0.02	0.13	0.12
涂料	0.41	1.48	0.08	0.23	0.35	0.55	0.07
日用化工	0.12	0.00	0.02	0.13	0.04	0.03	0.07
其他精细化学品	0.27	0.35	0.07	0.15	0.05	0.08	0.09
气头尿素	0.49	0.87	0.14	0.41	0.17	0.51	0.17
煤头尿素	0.24	1.06	0.11	0.29	0.13	0.22	0.15
尿素	0.36	0.96	0.13	0.35	0.15	0.37	0.16
钾肥	0.91	1.07	0.49	0.92	0.42	0.70	0.38
复合肥+磷铵	0.44	1.23	-0.01	0.06	0.07	0.04	0.07
化肥	0.46	1.02	0.16	0.37	0.16	0.37	0.17
其他磷化工	0.17	1.14	0.22	0.41	0.06	0.12	0.04
炸药生产	0.39	0.19	0.07	-0.16	0.10	0.16	0.15
民爆产品系列	0.38	0.28	0.14	0.15	0.12	0.13	0.13
草甘膦	0.05	0.25	0.21	0.46	0.15	0.15	0.14
除草剂	0.12	0.28	0.14	0.39	0.11	0.08	0.11
杀虫剂	0.19	0.24	0.20	0.15	0.12	0.15	0.10
农药	0.13	0.14	0.14	0.28	0.10	0.09	0.11
其他无机化学	0.28	0.75	0.05	0.16	0.09	0.23	0.11
联碱	0.27	0.61	0.11	0.38	0.09	0.09	0.15
大纯碱	-0.07	-0.35	0.06	0.29	0.06	0.10	0.09
氯碱	0.19	0.33	0.05	0.15	0.11	0.21	0.05
盐化工	0.10	0.08	0.06	0.22	0.09	0.17	0.07
轮胎制造	0.32	0.60	0.03	0.10	0.06	0.09	0.06
橡胶制品系列	0.32	0.55	0.04	0.09	0.06	0.07	0.06
电池阳极	0.23	1.17	-0.04	0.11	-0.04	-0.17	0.17
化工原料及制品制造	0.25	0.56	0.09	0.19	0.09	0.15	0.10
全部石化化工	0.42	1.06	0.10	0.14	0.15	0.33	0.16

全部石化化工（剔除双雄）	0.24	0.58	0.07	0.15	0.08	0.14	0.09
--------------	------	------	------	------	------	------	------

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

表 10. 石化化工细分行业单季经营活动现金流/营业收入（折年）一览

单季细分行业经营活动现金流/营业收入（折年）	2009-2Q	2009-1Q	2008-4Q	2008-3Q	2008-2Q	2008-1Q	2007-4Q
原油服务	0.92	0.21	2.35	0.00	0.77	-0.55	1.56
中国石化	0.35	0.97	1.03	-0.09	0.01	0.06	0.27
中国石油	1.21	1.39	0.50	0.87	0.71	0.50	0.72
普通公司	0.12	0.41	0.41	0.08	0.18	0.13	0.16
原油生产及炼制	0.71	1.14	0.79	0.29	0.29	0.25	0.44
原油生产及炼制（剔除双雄）	0.26	0.71	0.07	-0.45	-0.14	0.07	-0.01
LPG 加工及销售	0.67	0.02	0.96	0.86	-0.08	-0.69	0.87
原油产品再加工及销售	0.37	0.51	0.93	0.58	0.25	-0.29	0.82
原油、天然气及其初级制品	0.71	1.14	0.79	0.29	0.29	0.25	0.44
原油、天然气及其初级制品（剔除双雄）	0.28	0.67	0.25	-0.31	-0.09	0.02	0.12
塑料包装	0.38	0.51	1.17	0.57	0.85	0.02	0.79
工程及改性塑料	0.43	0.51	0.25	0.05	0.17	-0.35	-0.18
其他塑料制造	0.41	0.51	0.69	0.26	0.43	-0.20	0.21
焦炭	0.49	0.46	0.43	-0.21	0.53	0.34	0.81
甲醇衍生物	-0.39	0.67	0.43	-0.02	0.23	0.16	0.88
其他煤化工	-0.16	0.48	0.41	0.06	0.53	0.22	1.08
玻纤	0.20	0.42	0.18	-0.02	0.32	0.26	1.12
其他化工新材料	0.30	0.41	0.53	-0.03	0.37	0.11	0.88
高性能辐射材料	0.17	-0.19	2.59	-0.17	0.42	-0.96	1.18
有机硅	0.13	-0.01	1.10	-0.78	0.37	0.09	0.64
有机氟	0.88	-0.19	1.56	0.36	0.20	-0.03	0.68
聚氨酯	1.26	1.45	2.77	0.77	0.78	0.02	0.20
高分子新材料	0.74	0.34	1.72	0.12	0.51	0.01	0.51
化工新材料	0.57	0.37	1.26	0.06	0.46	0.05	0.64
涤纶	-0.28	0.37	1.17	0.29	0.27	0.29	0.29
维纶	0.28	0.04	0.70	-0.02	0.41	0.41	0.57
粘胶纤维	0.07	1.05	1.17	0.57	0.54	-0.22	0.11
氨纶	1.13	0.20	-0.07	0.34	-1.89	0.62	1.99
化学纤维制造	0.15	0.64	0.80	0.12	0.07	0.24	0.07
染料	0.99	0.54	1.12	0.06	0.42	0.06	-0.40
涂料	0.40	1.48	1.64	-1.02	1.97	-1.50	3.35
日用化工	0.42	0.00	-0.21	-0.02	0.58	-0.18	-0.25
其他精细化学品	0.69	0.35	0.67	-0.10	0.56	-0.08	-0.04

气头尿素	1.09	0.87	0.23	0.34	0.86	0.76	0.36
煤头尿素	-0.09	1.06	0.45	0.12	0.54	0.62	0.42
尿素	0.49	0.96	0.34	0.23	0.69	0.70	0.39
钾肥	4.90	1.07	1.64	2.19	1.36	2.45	2.41
复合肥+磷铵	0.50	1.23	-0.16	-0.21	0.31	-0.12	0.50
化肥	0.80	1.02	0.49	0.62	0.72	0.78	0.61
其他磷化工	-0.26	1.14	1.84	0.30	0.19	1.75	-0.10
炸药生产	1.11	0.19	1.18	0.06	0.29	-1.35	0.62
民爆产品系列	1.08	0.28	1.20	0.31	0.56	-0.13	0.77
草甘膦	-0.03	0.25	0.84	0.61	1.02	0.76	1.25
除草剂	0.21	0.28	-0.30	0.74	1.06	0.37	0.80
杀虫剂	0.52	0.24	2.52	0.82	0.66	-0.08	1.06
农药	0.38	0.14	0.45	0.63	0.84	0.15	0.75
其他无机化学	0.39	0.75	-0.10	0.20	0.59	-0.01	0.64
联碱	0.48	0.61	-0.10	0.28	0.81	0.72	0.49
大纯碱	0.03	-0.35	-0.34	-0.07	0.75	0.42	0.36
氯碱	0.43	0.33	0.48	-0.14	0.37	0.23	0.73
盐化工	0.29	0.08	0.03	-0.05	0.56	0.30	0.57
轮胎制造	0.67	0.60	0.01	-0.02	0.39	-0.04	0.52
橡胶制品系列	0.69	0.55	0.25	0.09	0.35	-0.04	0.58
电池阳极	-0.09	1.17	-0.89	0.02	0.40	-0.10	-0.28
化工原料及制品制造	0.44	0.56	0.58	0.22	0.49	0.25	0.47
全部石化化工	0.68	1.06	0.76	0.29	0.31	0.25	0.45
全部石化化工（剔除双雄）	0.41	0.58	0.52	0.11	0.38	0.20	0.40

数据来源：山西证券研究所、wind 资讯

3. 行业运行状况：企稳向好、蓄势待发

3.1. 行业工业增加值与交货值亦显示行业已基本回暖

截至 7 月最新的行业数据完全符合以上分析的特点：产品销售率自 1-2 月份的低点回升明显，显示需求的一定刚性，4 月份维持较高位置，但已经环比略有下降，5 月份去库存化结束销售率下降超过一个百分点，但是 6 月、7 月连续两个月产品销售率环比回升，目前又再次回到 98%以上水平，鉴于这一水平是在行业开工加大状况下取得的，因此尤显重要。由于整体经济还没有真正找到爆发性成长点，那么在面临 2008 年 6、7 月份基数较大情况下，行业和整体经济的产值都出现了同比的小幅下滑而在总产值和销售总产值上，也是出现环比增长速度下降的状况；但是石化化工行业出口交货值环比是上升的，而且以

整个工业的出口交货值来说，其 6、7 月份之间的环比下降幅度相对工业值和销售值来说也是最低的，因此我们我们可以说出口领域的正在稳定中略有回升。而我国化工产品仍主要是以国内市场为主，6、7 月份的销售率的持续环比回升，使得我们也可以认为内需也正在价格提升的基础上努力提升。

化工行业回暖与宏观、油价息息相关，目前宏观经济虽已表现向好迹象，但由于行业深入国民经济的方方面面：子行业众多，这些子行业由于交错的、不同的上下游，这既使得行业景气难于简单判断，也使得各个子行业景气度相差较大：在石化协会统计的化工各子行业的产值同比、环比大多与行业产值的同比、环比变化同时同向变化：1-2 月份出现一个较大的滑坡，3 月份快速提升，4 月份数据相比 3 月份略降，5 月份环比有所回升，但是在 6、7 月份大多有环比下降；在 6、7 月份的不稳定状态中，其中只有原油开采业、涂料颜料业和专用化学品两个子行业的环比数据是增长的。但是各子行业之间环比变化幅度以及同比增长的数值相差较大：截止 7 月份，累计同比增长接近或超过 5%的有橡胶、化学矿藏、专用化学品、专用设备制造等子行业，虽然有些行业 6、7 月份环比很差；但是这里我们可以看到肥料、农药的累计同比增长从 5%以上已经分别下跌至累计同比增长-1.7%和 0.2%，显示了农业在当前的尴尬；而石油开采由于原油价格虽然当前仍在稳定而换不得回升，但是其价格仍是无法和 2008 年接近 100 美元/桶均价相比，因此虽然一直在环比上升，但其累计产值同比下降仍达到 40%。

表 11. 工业及石化产值及销售状况 4 月份之后基本企稳向好

同比增长项目	2008 年 12 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	2009 年 5 月	2009 年 6 月	2009 年 7 月
工业总产值同比增长	4.80%	-0.60%	3.10%	1.30%	2.70%	4.70%	4.50%
工业销售总值同比增长	-8.50%	-1.20%	2.00%	1.40%	2.10%	4.40%	4.50%
工业出口交货值同比增长	-8.80%	-17%	-13.90%	-14.30%	-15.00%	-14.60%	-14.70%
工业产品实际销售率	98.70%	97.20%	96.90%	97.80%	97.30%	97.30%	97.90%
石化总产值同比增	-6.80%	-17%	-8.40%	-8.40%	-7.20%	-8.10%	-8.60%

长							
石化销售总值同比增长	-6.30%	-18.50%	-8.90%	-8.70%	-7.50%	-7.60%	-8.10%
石化出口交货值同比增长	-20.50%	-23.70%	-23%	-23.20%	-17.00%	-23.80%	-22.30%
石化产品实际销售率	98.94%	96.73%	98.60%	98.58%	97.35%	97.67%	98.19%

数据来源：石油和化工经济数据快报、山西证券研究所

注：考虑到春节分布，2月数据为1-2月累计数据

表 12. 石化化工细分行业的产值同比增长

同比增长项目	2008年12月	2009年2月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月
石油天然气开采	-22.90%	-43.10%	-41.90%	-38.30%	-41.10%	-39.30%	-33.20%
精炼石油制造	-18.90%	-23.10%	-14.70%	-14.10%	-10%	-11.50%	-11.70%
化学矿采选	4.70%	22.90%	5.50%	5.20%	12.90%	28.30%	-0.70%
基础化学原料制造	-12.60%	-17.70%	-6.50%	-6.20%	-5.80%	-9.90%	-9.70%
肥料制造	5.70%	1.40%	11.30%	6.10%	-4.30%	-7.70%	-7.80%
化学农药制造	13.60%	10.20%	9.80%	4.70%	-7.30%	-4.10%	-16.10%
涂料颜料制造	5.30%	-4.60%	1.90%	0.60%	-0.50%	3.90%	5.10%
合成材料	-2.10%	-16.40%	-7.10%	-5.30%	3.20%	3.80%	2.10%
专用化学品	22.00%	5.90%	13.50%	8.30%	12.60%	7.80%	9.60%
橡胶制品	-1.60%	-3.70%	8.00%	6.90%	12.50%	16.30%	12.80%
专用设备制造	47.00%	33.30%	21.60%	15.10%	30.00%	13.70%	7.10%
化工工业增加值	-6.80%	-17%	-8.40%	-8.40%	-7.20%	-8.10%	-8.60%
中国工业增加值	4.80%	-0.60%	3.10%	1.30%	2.70%	4.70%	4.50%

数据来源：石油和化工数据快报、山西证券研究所

注：考虑到春节分布，2月数据为1-2月累计数据

表 13. 我国部分产品 1-7 月产量、净进口量、表观需求量统计：万吨

品名	2009年1-7月				2008年1-7月			
	产量	净进口量	表观消费量	对外依存度(%)	产量	净进口量	表观消费量	对外依存度(%)
原油	10964	10730.5	21694	49.5	11069.9	10250.6	21320.5	48.1
天然气(亿方)	491.7	20.2	511.9	3.9	454.5	9.5	464.0	2.0
成品油	12669	-306.7	12362	-2.5	11987.2	578.8	12566.0	4.6
汽油	4122	-206.5	3915	-5.3	3598.9	50.3	3649.2	1.4
柴油	7754	-132.1	7622	-1.7	7714.4	457.0	8171.4	5.6
煤油	793.1	31.9	825	3.9	673.9	71.5	745.4	9.6
燃料油	1093	1174.2	2268	51.8	1379.9	998.1	2378.0	42.0
石脑油	811.7	85.4	897.1	9.5	809.5	-91.1	718.4	-12.7

石油沥青	1199	220.4	1419	15.5	834.4	204.1	1038.5	19.7
LPG	1067	213.7	1281	16.7	1027.2	115.0	1142.2	10.1
乙烯	565.9	60.9	626.8	9.7	600.0	40.3	640.3	6.3
PE	429	441.8	870.8	50.7	446.3	274.6	720.9	38.1
PP	454.6	246.3	700.9	35.1	434.7	159.7	594.4	26.9
ABS	15	118.2	133.2	88.7	18.3	121.4	139.7	86.9
PS	53.1	52.6	105.7	49.8	49.4	51.9	101.3	51.2
纯苯	249.3	49.4	298.7	16.5	248.8	14.8	263.6	5.6
轮胎外胎（万条）	36558	-15790.1	20767.9	-76.0	34844.1	-15544.8	19299.3	-80.5
合成胶	149.5	122.1	271.6	45.0	145.0	98.9	243.9	40.5
合成纤维单体	645.6	756.8	1402.4	54.0	662.4	722.7	1385.1	52.2
合成纤维聚合物	775.4	17.3	792.7	2.2	679.5	-2.5	677.0	-0.4
聚酯	691.1	-28.9	662.2	-4.4	599.1	-48.6	550.5	-8.8
甲醇	590.5	386.5	977	39.6	658.8	38.6	697.4	5.5
醋酸	151.6	19	170.6	11.1	150.0	16.5	166.5	9.9
电石	802.8	-8	794.8	-1.0	898.3	-8.5	889.8	-1.0
PVC	507.2	134.8	642	21.0	530.6	20.1	550.7	3.6
盐酸	446.1	1.9	448	0.4	447.7	0.1	447.8	0.0
烧碱	1092.7	-91.6	1001.1	-9.1	1127.9	-112.8	1015.1	-11.1
纯碱	1058	-144.1	913.9	-15.8	1090.6	-124.1	966.5	-12.8
尿素	1718.2	-38.6	1679.6	-2.3	1569.6	-179.1	1390.5	-12.9
硝酸	118.2	0	118.2	0.0	119.0	2.7	121.7	2.2
磷肥	772.7	-50.2	722.5	-6.9	725.7	-117.4	608.3	-19.3
黄磷	43.5	-0.8	42.7	-1.9	44.3	-4.2	40.1	-10.5
硫酸	3160	195.4	3355.4	5.8	3003.0	88.4	3091.4	2.9
硝酸磷肥	59.9	-0.6	59.3	-1.0	63.3	-23.6	39.7	-59.4
磷酸铵肥	972.6	-117.8	854.8	-13.8	811.7	-148.6	663.1	-22.4
钾肥	195.1	105	300.1	35.0	166.4	152.8	319.2	47.9
染料	80.1	-7.5	72.6	-10.3	80.7	-9.8	70.9	-13.8
涂料	470.9	0.1	471	0.0	486.1	1.8	487.9	0.4
油墨	28	0.3	28.3	1.1	27.4	0.6	28.0	2.1

数据来源：石油和化工数据快报、山西证券研究所

3.2. 去产能化任重道远

过去的近 5 年，全球化红利展现，世界经济保持高速增长，使得投资始终保持一个亢奋状态。发达国家虚拟经济带来的需求增长，同时发展中国家迅速成长，世界化工产能急剧提高，在需求的泡沫随着金融危机的展现而破灭时，产能扩张之殇令人扼腕。虽然不少新项目规划已经开始延迟、消减或删除，但是由于石化、化工投资的周期性，目前仍有不少在建产能，只有当这些产能的释放被市场消化之后，产能过剩与行业景气度的调整才能到位，参考历史，这

也就是实体工业在完全市场下的行业周期的原因。因此，我们认为世界化工的仍远未走出底部。

表 14. 世界部分产品的 2010 年产需预测：万吨

产品	合成氨	尿素	乙烯	甲醇	PVC	乙二醇	纯苯
产能	19547	18570	15500	7023	5140	2800	4980
产能年均增长	3.50%	5.50%	6.80%	9.96%	5.20%	9.49%	3.51%
需求	16862	15060	13300	4520	3824	2110	4394.4
需求年均增长	2.79%	2.91%	4.90%	5.30%	3.00%	5.19%	2.41%
平均开工率	88%	91%	93%	80%	85%	85%	90%
产量	17201	16899	14415	5618.4	4369	2380	4482
产量过剩比例	2.01%	12.21%	8.38%	24.30%	14.25%	12.80%	1.99%

数据来源：山西证券研究所

注：大部分世界数据对中国产能变动采取不予考虑态度

作为发展最迅速、居民消费最有潜力、制造业最发达的中国，在这一轮全球经济增长中扮演着重要角色：全球产能转移的接收端。我国化工行业在这一背景下，产能扩张迅猛，必然也要经历一番调整，当前三项费用率高升已经展现了这样的变化。可以说中国产业向替代进口产品、高端产品等方向发展是一个必然。

我国消费需求作为一个潜力，仍未释放，同时在危机之下，我国低端低成本产品的替代效应逐渐展现，使得我们认为作为整体的石化化工行业能够较国外提前复苏。因此我国低端产品在短期内应该也能在世界具有较强竞争力，而不会也不可能放弃。

在当前如果我国再坚持适度宽松财政、货币政策一两个季度，同时将更多的精力转向国民收入提高层面，那么中国经济将进入一个良性循环阶段，相关日用及高端产品的消费量将越来越大。

表 15. 我国部分产品的产需统计、预测：万吨

产品	原盐	盐酸	硫酸	硝酸	苯酚	苯胺	丙酮
2008	产能	6450	1246	7000	290	70	135
	需求	6380	768.7	5285	209	100	93
2010	产能	8500	1335	7820	335	195	170
	需求	8000	847.5	5945	241	150.5	108
产品	纯碱	烧碱	甲醇	乙酸	甲醛	二甲醚	乙二醇
2008	产能	2300	2580	2500	505	2080	580
	需求	1765	1667	1250	190	1190	300
2010	产能	2750	2920	6000	830	2800	1100
	需求	1960	1890	2200	240	1300	350

数据来源：山西证券研究所

注：2010 年预测包含主要生产厂商的在建及规划产能

表 16. 我国部分产品 2008 年实际产能统计：万吨

产品	钾肥	尿素	二铵	黄磷	草甘膦
产能	420	5880	1300	90	55
产品	甲醇	PVC	ABS	丁二烯	聚醚
产能	2818	1581	266	177	150
产品	有机硅单体	天胶	氨纶	BDO	PVA
产能	103	58	32	27	72

数据来源：山西证券研究所

表 17. 我国部分产品 2008 年产量、净进口量、表观需求量统计：万吨

品名	产量	净进口量	表观消费量	对外依存度(%)
纯苯	403.4	25.9	429.3	6.02
甲醇	1126.3	106.6	1232.9	8.65
醋酸	171.3	28.2	199.4	14.1
乙烯	1025.6	70.7	1096.3	6.45
PE	689.5	441.1	1130.6	39.02
PP	733.2	279.5	1012.7	27.6
ABS	9.4	62.5	71.9	86.95
PVC	881.7	48.1	929.7	5.17

数据来源：石油和化工数据快报、山西证券研究所

4. 行业投资分析：石化、煤化工、民爆、聚氨酯、包装塑料、LPG

整体上，我们仍维持我们化工行业 2009 年全年投资策略的主线“短线看政策，中期间市场，长远需转型”。当前证券市场或宏观政策的变动是最直接影响行业的估值的因素，这是短线机会的根源；但是一切投资的根源是需求，只有市场需求才能支撑起业绩的持续增长；天道循环，没有永远的增长和繁荣，只有那些转型成功的公司才能第一时间克服困难、脱颖而出。

下半年虽已快过半，鉴于中国并没有完全摆脱衰退阴影，而外贸定位的重新认定以及外贸本身受制国际经济状况的低迷，使得在调整分配，促进内需稳定发展同时，相关投资难以放松，甚至不排除三、四季度追加投资，再添新项目的可能。而且就我们而言，认为仍将以传统的“铁工基”为主。以上基建、铁路类带来的投资驱动型机会将延续，相关公司将能保证超额受益。

同样，要保证经济长久发展，稳定是第一要务。通胀的过程往往是财富集

中的过程，稳定要求下，相关民生工程在通胀过程中显得更加必要，与衣食住行相关的产业链将受到密切关注，这类公司预计能收到社会平均利润。在这一领域的很多公司产品相对来说只与人口规模及个人收入高低状况相关，具有相对需求的刚性，一般认为成长性较差。但在需求萎缩和增长变动剧烈的危机时期，还有中国经济转型时期，相关产品市场的拓展还是大有可为的，比如包装、轮胎、电器等。

此外来自太阳能、生物产业等等的振兴规划将出台或具体实施，而这些产业规划都是直指世界通胀之源——石油美元，而如我们所称，原油价格今后将重新进入一个名义价格上升的通道，那么太阳能、生物能源或材料具有的长远投资价值将使得相关公司价值重估。但正如以下所说原油价格爬上让这些产品具有一定成本竞争考虑的价格在当前来说还是有一定时间的，因此这是一个相对长线的考虑。在当前可以说最切为实际的新能源其实是我们身边的燃气类产品，这一状况已经在当前众多法规、发展规划、国际能源协议中显示出峥嵘之态。

通胀预期根本之一的原油是石化产业的主要原材料，原油价格的上涨毫无疑问将给石化产业链带来极大的冲击，以历史经验看，石化产业的回暖既是下一轮通胀的开始，又是下一轮景气周期的开始。原油价格的上涨，首先将给原油生产商带来利好。以近期原油价格演变来看，我们维持我们下半年投资策略中对原油价格的判断：原油价格最有可能波段上涨，需要到 10 月份之后才能看到 80 美元/桶，而我国的成品油价格形成机制，使得原油价格在 80 美元/桶以下，石化炼制企业都能获得较好收益。同时，我国石化产业振兴规划将石化产业结构调整指向了规模化效应，直接受益者为大型国企中石油、中石化。而原油价格上涨的同时，我们认为煤炭价格在当前经济不是太稳定的情况下，未来价格在半年左右时间内都不大可能上涨超过原油，因此具有和石化产品内竞争的及需求旺盛的煤化工产品将是很不错的投资标的。

而当前精细化学品公司在我们的分析体系中的良好表现，这是利润率自 2006 年以来一直在提升的一个行业，即便在危机中的 2008 年也不例外；而同时三项费用率的增长，尤其是管理费用在这一轮的低谷转型期占据了费用增长的最大份额，显示了当前转型在人员、技术、管理、模式、设备等多领域的急

切；因此，本期分析可以很明显的看到转型势在必行，对此我们非常看好那些已经转型或者说从事相关产品的公司。

5. 投资建议及盈利预测

我们基本仍维持年初的投资建议，那么在进入下半年后，在市场的资金狂潮冷静下来后，“需求+转型”下的业绩增长将是三、四季度接下来的日子的主旋律。

通过以上分析，我们可以说在中短期内关注的将主要是当前市场相对低估的塑料薄膜和改性塑料、天然气 LPG 相关、染料、聚氨酯、化肥、草甘膦、杀虫剂等行业，其中首推前四类行业，而后三类农资细分产品，我们认为近期须看农产品价格的变化而确定具体景气度；具体推荐关注公司有永新股份、劲嘉股份、金发科技、广东榕泰、陕天然气、广汇股份、太化股份、浙江龙盛、红宝丽、烟台万华；而相关农资公司主要推荐辽通化工、泸天化、新安股份、扬农化工等。

同时也认为氨纶、炸药、轮胎等行业业绩可持续；我们认为化工新材料及煤化工行业反弹力度很大；对于石化双雄；虽然一直不是当前市场的关注点，但不得不说石化公司将是今年盈利能力最确定的公司。

6. 风险提示

- 1) 国际货币汇率的剧烈波动, 及由此导致的原油价格波动。
- 2) 我国财政、货币货币政策进行大转型
- 2) 中国经济反弹高度全年 GDP 增长同比低于 8%。

表 18. 近期部分关注公司盈利预测

股票代码	公司名称	EPS				每股净资产	投资评级
		08A	09E	10E	11E		
600028	中国石化	0.34	0.69	0.73	0.82	3.94	买入
601857	中国石油	0.63	0.68	0.97	1.12	4.42	买入
600230	沧州大化	0.64	0.61	0.68	0.92	4.40	中性
600309	烟台万华	0.91	0.76	0.91	1.0	2.70	增持
600409	三友化工	0.22	0.24	0.36	0.55	2.58	增持
600589	广东榕泰	0.22	0.26	0.58	0.54	2.37	买入
000755	山西三维	0.03	0.12	0.34	0.48	4.44	中性
000589	黔轮胎 A	0.20	0.86	0.89	1.44	5.07	增持
000912	泸天化	0.51	0.44	0.56	0.87	4.23	买入
000059	辽通化工	0.32	0.48	0.64	0.87	5.20	买入
600315	上海家化	0.51	0.85	1.02	1.12	3.73	中性
600596	新安股份	6.89	1.43	2.11	3.08	9.92	买入
002165	红宝丽	0.60	0.75	1.22	1.99	2.97	增持
600143	金发科技	0.16	0.39	0.58	0.65	2.08	买入
002191	劲嘉股份	0.52	0.64	0.71	0.84	2.84	增持
002267	陕天然气	0.67	0.77	0.86	0.98	4.04	增持

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。