

基础化工行业研究小组
联系人: 廖振华
0755-83734406
liaozenhua@cmschina.com.cn

2009年10月26日

把握内需、低碳、油价上涨三条投资主线

基础化工行业2009年第四季度投资策略

原材料

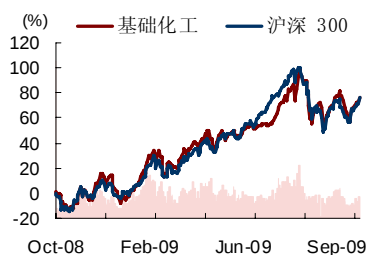
上证指数 3051

行业规模

		占比%
股票家数(只)	154	9.7
总市值(亿元)	6191	2.8
流通市值(亿元)	4403	4.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.1	21.0	82.5
相对表现	-4.1	-4.6	0.9



相关报告

- 1、《MDI 专题研究——增速低谷即将过去，建筑节能蓄势待发》2009/04/09
- 2、《基础化工行业 2009 年度中期投资策略——复苏趋势明朗，布局收益机会》2009/6/15
- 3、《新安股份——明年业绩有望大幅增长》2009/08/06
- 4、《风神股份(600469)——受益成本下降与营销调整，工程子午胎锦上添花》2009/08/24
- 5、《华峰氨纶(002064)——目前装置满负荷开工，再次提价的可能性大》2009/08/26

基础化工

推荐(维持)

我们推荐三大背景下将受益的三类公司：1、内需拉动基本面改善的公司。下游内需较强是子行业复苏的主要动力，产能过剩程度是使复苏程度分化的主要因素，我们绘制了“产能/内需相关度框架图”，展现和预测各子行业的复苏脉络。2、大力发展低碳经济背景下将受益行业的公司。3、受益于油价上涨的公司。

- **内需是化工行业复苏的主要拉动力。**在出口短期难有起色的情况下，化工行业继续复苏仍旧有赖于内需，在国家密集内需刺激政策作用下，汽车、地产、家电和纺织服装的内需较强劲，与上述行业相关度高的子行业需求恢复较好。
- **用“产能/内需相关性框架图”展示和预测化工子行业复苏脉络。**目前产能过剩程度是与内需相关度较高的化工子行业复苏程度分化的主要影响因素，我们综合考虑上述因素和行业个性，判断当前子行业复苏程度并预测复苏进度。
- **我们推荐产能利用率提升将促成提价的行业。**产能不足或较平衡的行业产品价格将较快积蓄上涨动力，继续实现提价。推荐有机硅、MDI、TDI 行业目前景气度尚不理想或略有起色，但基本面改善仍有较大空间，提价潜力大，毛利率有进一步提升的空间，4 季度有超预期可能。推荐新安股份、烟台万华、沧州大化，并建议关注氨纶行业可能进行的再次提价和相关公司华峰氨纶。
- **框架图右下方的行业目前复苏较好，值得继续关注。**印染助剂、轮胎、粘胶、硬泡组合聚醚需求和盈利复苏较好，4 季度将与 3 季度基本持平或仍继续改善，我们继续强烈推荐其中估值偏低的品种，其他则建议继续积极关注，A 股整体估值上涨，此类公司仍会有上佳表现，业绩超预期也将成为股价上涨的催化剂。推风神股份、德美化工、传化股份和红宝丽，关注山东海龙、澳洋科技。
- **推荐受益于发展低碳经济背景下的公司。**哥本哈根会议在即，各国碳减排义务将排定，在大力发展低碳经济背景下，建议密切关注鼓励政策的出台动向，并推荐聚氨酯保温材料相关公司烟台万华、红宝丽。
- **推荐受益于油价上涨的公司。**全球经济和原油需求逐步复苏，油价上涨，国外油头或气头而国内使用非石化原料的行业收益，推荐 THF/PTMEG/γ-丁内酯和 PVA 行业。推荐产业链较完整的山西三维、云维股份，关注皖维高新。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
烟台万华	18.58	0.91	0.83	1.23	22.4	15.1	6.9	强烈推荐-A
风神股份	16.00	-0.26	1.01	1.25	15.8	12.8	3.7	强烈推荐-A
新安股份	44.48	5.89	1.23	1.76	36.2	25.3	4.8	强烈推荐-A
利尔化学	23.81	0.49	0.68	0.93	35	25.6	5.7	强烈推荐-A
广东榕泰	6.89	0.22	0.25	0.43	27.6	16.0	3.4	强烈推荐-A
华鲁恒升	18.45	0.76	0.93	1.23	19.8	15.0	3.6	审慎推荐-A
湖北宜化	17.47	0.49	0.7	1.14	25.0	15.3	4.7	审慎推荐-A
红宝丽	21.48	0.6	0.63	0.89	34.1	24.1	7.2	审慎推荐-A
久联发展	16.83	0.31	0.59	0.68	28.5	24.8	4.6	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、四季度展望：预计继续温和复苏	3
二、化工行业投资的三大背景	5
1、汽车、商品房、家电、服装等产品需求持续回暖	5
2、发展低碳经济提上日程，关注年底哥本哈根会议结果	6
3、油价在三季度维持高位，四季度有继续上行趋势	7
三、选择投资标的的三条主线	8
1、主线一：关注产能/内需相关度，把握各子行业复苏脉络	8
(1) 构建“产能/内需相关度框架图”	8
(2) 我们首推产品价格有上涨潜力的子行业	9
(3) 同时也建议继续关注目前景气度较好的行业	11
2、主线二：发展低碳经济将使建筑节能相关公司受益	13
3、主线三：受益于油价上涨的行业和公司	14
四、重点公司评级	15

图表目录

图 1：化学原料及化学制品制造业收入增速、毛利增速及毛利率	4
图 2：汽车销量继续高速增长	5
图 3：商品房销售“火爆”拉动新开工面积逐步回升	5
图 4：国内纱产量增速持续回升并达到较高水平	6
图 5：国内服装产量维持在较高增速	6
图 6：国内冰箱和彩电年内累计产量增速回升至年内高点	6
图 7：国内空调和洗衣机年内累计产量同比增速回升	6
图 8：3 季度 WTI 油价维持高位并有继续上涨的趋势	7
图 9：产能/内需相关度框架图	8
图 15：我国有机硅中间体自给率	9
图 16：长三角地区 DMC 市场价	9
图 17：长三角地区 TDI 市场价	9
图 13：聚合 MDI 与主要原料苯胺的差价	10
图 19：国内氨纶的产量和消费量	11
图 20：氨纶与主要原料纯 MDI 和 PTMEG 的价差	11
图 10：国内印染布产量及增速	12
图 11：我国轮胎外胎和子午胎产量及同比增速	12
图 12：轮胎行业单期收入增速及毛利率	12
图 13：我国粘胶纤维产量及同比增速	13
图 14：国内粘胶长丝和短纤价格走势	13
图 22：09 年 7 月至今基础化工板块相对大盘走势	15
图 23：09 年三季度基础化工各细分子行业涨幅排序	15
表 1：A 股基础化工板块上市公司净利润 09Q2 环比恢复明显	3
表 2：A 股基础化工板块上市公司毛利率 09Q2 环比改善明显	3
表 3：2001~2005 年世界部分国家碳排放强度	7

一、四季度展望：预计继续温和复苏

1、二季度：化工上市公司净利润和毛利率回升明显。

二季度 A 股化工企业净利润环比显著回升，但同比仍大幅低于去年，其中二季度单季净利润同比实现增长的有橡胶、化纤和民爆行业，而毛利率的恢复情况则好于净利润，Q2 单季毛利率回升至去年同期水平及以上的行业有轮胎、化纤、日化、塑料、纺织化学品，毛利率环比回升最快的依次为化纤、橡胶、日化、纯碱和化工新材料。

表 1：A 股基础化工板块上市公司净利润 09Q2 环比恢复明显

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	Q2 同比
化工新材料	6.8	-0.2	1.6	5.9	-44.4%
化学纤维	-2.3	-17.3	-3.1	5.5	49.0%
纯碱	2.7	-4.5	-2.8	-1.0	-121.4%
氯碱	0.6	-13.7	-4.0	-1.7	-158.9%
无机盐	3.5	-0.9	0.5	0.9	-72.9%
化肥	36.3	5.4	32.6	12.9	-57.1%
日用化学品	1.3	-0.6	0.2	1.7	-14.2%
农药	7.7	1.0	2.1	4.1	-57.5%
民爆用品	1.7	1.3	0.6	1.6	5.3%
纺织化学品	1.3	1.1	1.7	3.0	-7.3%
塑料	2.9	-5.1	0.2	3.9	-31.0%
橡胶	-0.7	-7.9	0.5	5.7	245.7%

资料来源：Wind，上市公司季报，招商证券整理 单位：亿元

表 2：A 股基础化工板块上市公司毛利率 09Q2 环比改善明显

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	Q2 同比
化工新材料	19.1%	9.8%	14.9%	19.3%	-1.6%
化学纤维	7.5%	-7.4%	2.2%	15.5%	3.4%
纯碱	16.2%	-1.8%	4.8%	9.7%	-11.9%
氯碱	10.8%	0.1%	9.6%	10.0%	-4.1%
无机盐	34.0%	27.1%	20.5%	20.0%	-10.9%
化肥	31.5%	21.1%	28.4%	18.2%	-9.3%
日用化学品	30.0%	31.5%	28.0%	34.6%	1.6%
农药	28.1%	17.4%	16.9%	19.5%	-8.6%
民爆用品	36.9%	33.2%	30.5%	34.2%	0.1%
纺织化学品	28.5%	17.9%	26.0%	28.2%	0.1%
塑料	11.4%	6.2%	12.8%	15.2%	2.0%
橡胶	9.2%	2.9%	11.7%	22.0%	10.9%

资料来源：Wind，上市公司季报，招商证券整理

3、三季度：化工品价格普遍盘整，成本上升趋势逐渐显现，整体温和复苏

在一季度的产品价格和销量触底后，二季度产品价格企稳回升而原材料价格相对低位使毛利率快速提升，同时销售收入和利润也取得较快恢复，这主要是由于政府内需刺激政策效果显现，房地产、汽车等消费强劲。

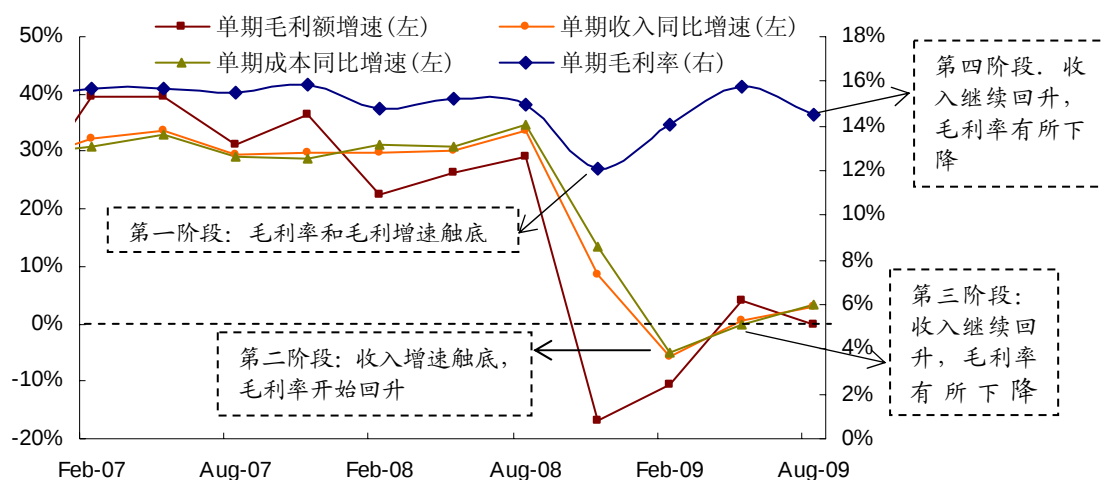
三季度收入、毛利同比增速继续提升，但增速略有放缓，而毛利率较 3~5 月略有下滑，主要由于当前多个子行业产能仍旧过剩、国外产品对华倾销较普遍、下游行业出口恢复不佳，虽然内需的拉动使开工率普遍回升，但是产品价格呈盘整格局。

同时，需求的向上传导和高位盘整的油价使部分子行业成本提升，毛利率较前3个月反而出现了小幅下滑。我们认为这是需求拉动的复苏进程进一步深化的必经过程，也是行业持续稳步复苏的健康路径。

3、四季度：我们预计环比将平稳，继续处在温和复苏阶段

(1) 四季度温和复苏的三个主要特点：量升价平、成本跟进、毛利率平稳。我们预计四季度化工行业与上市公司的产品需求同比增速仍将继续回升，但是产品价格的走势将出现分化，但是整体将保持平稳，同时成本在随着油价继续上升，整体毛利率保持平稳，但行业复苏的步伐将出现一定分化。

图1：化学原料及化学制品制造业收入增速、毛利增速及毛利率



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券 注释：单期指1-2月，3-5月，6-8月，9-11月

(2) 复苏的历史路径：

- 08年四季度：毛利率和毛利增速触底，由于产品价格快速下跌，高价库存未及消化，成本处于高位。
- 09年一季度：收入增速触底，毛利率开始回升，由于产品价格和销量止跌，去库存化进行中，采购低价原材料使成本下降
- 09年二季度：收入反弹，毛利率快速回升：由于去库存化已基本完成，需求回暖拉动产品销量和价格反弹，成本回升略慢于产品价格
- 09年三季度：收入继续回升，毛利率有所下降，由于去年同期是景气高点，产品价格、需求回升及油价上涨已传导已使成本上升。
- 09年四季度：我们预计总体呈现量升价平、成本跟进、毛利率平稳的特点。

二、化工行业投资的三大背景

我们 4 季度的投资逻辑是按照是在三大背景下遵循三条主线,我们推荐具有以下特点的行业或企业把握三条投资主线:

- 与内需较强的下游行业(地产、汽车、家电、纺织服装)相关度高、产品供需平衡度较好、需求的进一步复苏能较快拉动产品提价和毛利率提升的行业;
- 与发展低碳经济相关的公司。
- 所在行业受益于油价上涨的公司。

我们首先就以上三条主线讨论其背景。

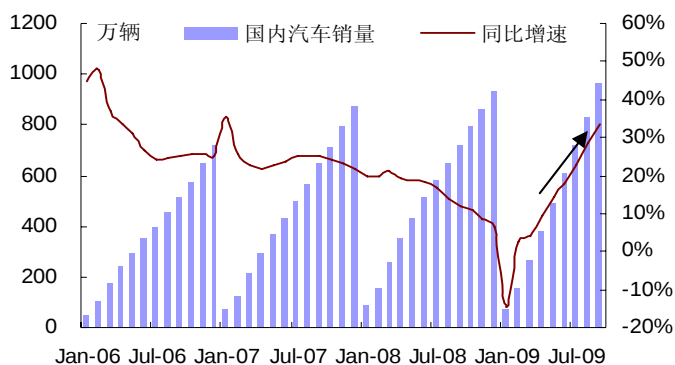
1、汽车、商品房、家电、服装等产品需求持续回暖

在各种内需刺激政策下,国内汽车、商品房、家电、服装需求较强。

- **汽车:** 09 年 1~9 月汽车年内累计销量同比增长 33.7%, 三季度单季销量同比增速更高达 74.1%, 9 月更创出 133 万量的单月销量历史新高, 市场异常“火爆”。
- **商品房:** 1~9 月, 商品房销售年内累计销售面积同比增长 44.9%, 9 月单月销售面积同比增长 57.9%, 并拉动新开工面积加速回升, 1~9 月累计开工面积同比跌幅从上月的-5.8%收窄至-0.4%, 9 月单月开工面积同比增幅达 55.4%。
- **纺织服装:** 对出口依赖度较大的纺织服装行业, 在内需的拉下, 也呈现较好的回暖势头, 09 年 1~8 月, 纱年内累计产量同比增长 8.4%, 8 月单月同比增速回升至 12.1%, 服装年内累计产量也保持了增长 13.1%的不错水平, 而印染布产量也在稳步恢复之中。
- **家电:** 同时, 冰箱销售快速回升, 前 8 月累计销量同比增速高达 25.1%, 单月更达到 48.7%, 彩电前 8 月产量增速也恢复至 9.5%, 而之前衰退较为严重的空调行业, 同比跌幅正在快速收窄。

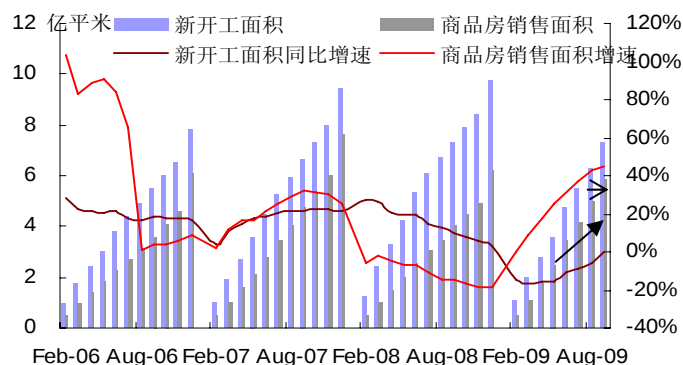
四季度, 内需的强劲仍是化工行业投资机会的根基。

图2: 汽车销量继续高速增长



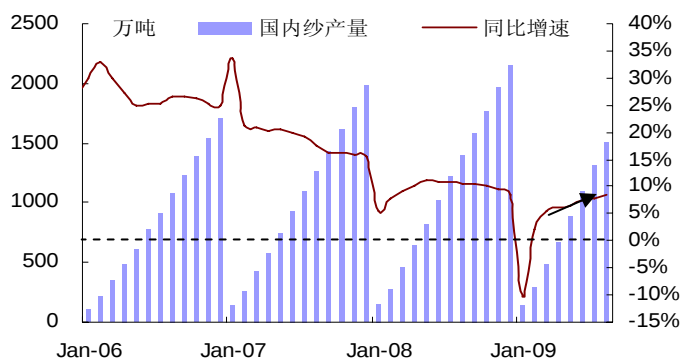
资料来源: Wind, 招商证券

图3: 商品房销售“火爆”拉动新开工面积逐步回升



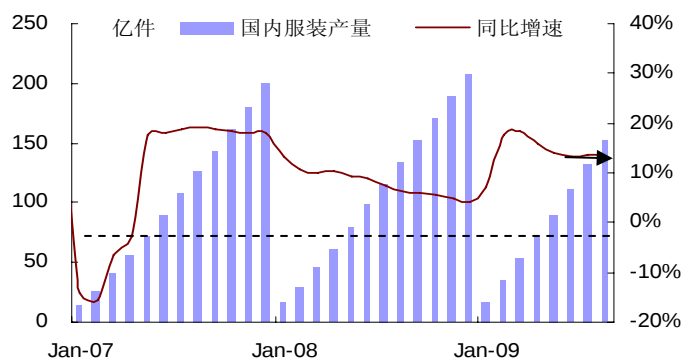
资料来源: Wind, 招商证券

图4: 国内纱产量增速持续回升并达到较高水平



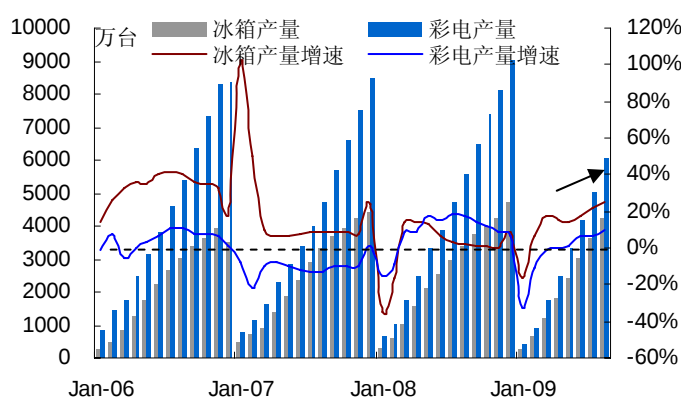
资料来源: Wind, 招商证券

图5: 国内服装产量维持在较高增速



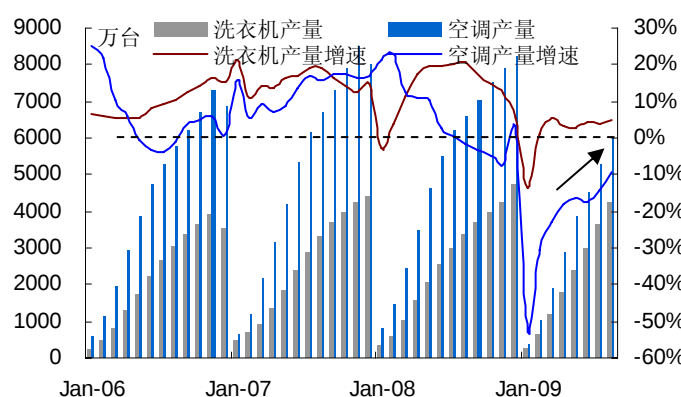
资料来源: Wind, 招商证券

图6: 国内冰箱和彩电年内累计产量增速回升至年内高点



资料来源: Wind, 招商证券

图7: 国内空调和洗衣机年内累计产量同比增速回升



资料来源: Wind, 招商证券

2、发展低碳经济提上日程，关注年底哥本哈根会议结果

1997 年,《京都议定书》为解决气候变化踏出重要的第一步。但是,目前《京都议定书》的减排协议将于 2012 年届满,于是《联合国气候变化框架公约》在 2007 年于峇里定下为期两年的谈判计划,目标于 09 年年底举行的哥本哈根会议上决定 2012 至 2017 年全球减排协议,届时将决定各国的碳减排义务。

从下表可以看出,中国是世界上单位 GDP 碳排放量最高的国家之一,而且是极少数仍在逐年递增的国家。而根据国际能源署(IEA)预计,中国在全球排放量中所占的比重将从 2005 年的 19%增至 2030 年的 27%。胡锦涛主席今年 9 月 22 日在联合国气候变化峰会上表示,争取到 2020 年,中国的单位国内生产总值二氧化碳排放(碳排放强度)比 2005 年显著下降。这是我国官方首次正式使用碳排放强度指标的概念。

表 2: 2001~2005 年世界部分国家碳排放强度

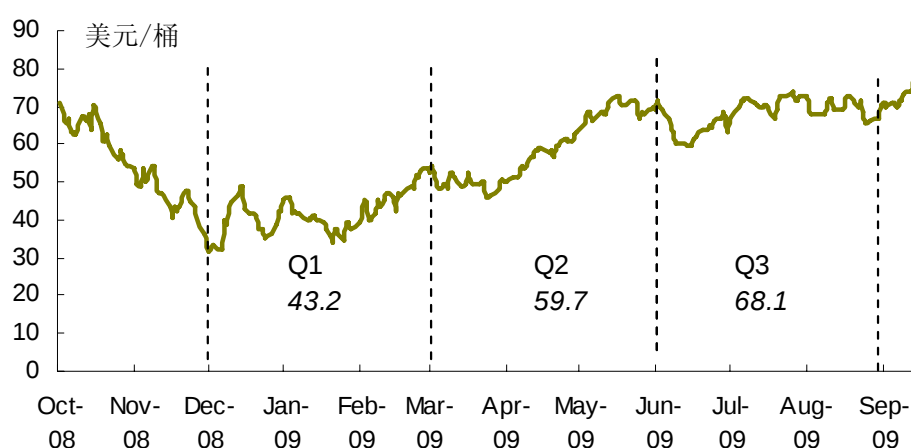
国家	2001	2002	2003	2004	2005
美国	0.58	0.57	0.56	0.55	0.54
日本	0.37	0.37	0.38	0.37	0.36
德国	0.43	0.41	0.43	0.42	0.41
中国	0.52	0.53	0.57	0.62	0.63
英国	0.38	0.36	0.36	0.35	0.36
法国	0.27	0.27	0.26	0.26	0.26
意大利	0.32	0.32	0.34	0.42	0.42
西班牙	0.40	0.41	2.1	4.1	0.42
加拿大	0.61	0.61	0.63	0.62	0.61
巴西	0.26	0.25	0.25	0.24	0.24
俄罗斯	0.99	0.95	0.91	0.87	0.84
印度	0.37	0.32	0.30	0.30	0.29
韩国	0.72	0.70	0.70	0.68	0.67
墨西哥	0.40	0.40	0.40	0.38	0.38
澳大利亚	0.69	0.68	0.66	0.64	0.67
世界平均	0.49	0.49	0.49	0.50	0.49

资料来源: 招商证券 单位: 吨 CO₂/2000 美元 GDP, 按购买力平价计算

我们预计, 如果哥本哈根会议最终对中国提出较高的减排要求, 加上近期政府在加大减排力度上表态, 一系列节能减排措施将会实施, 化工行业内将会有部分企业受益。

3、油价在三季度维持高位, 四季度有继续上行趋势

随着全球经济和原油需求的逐步复苏, 三季度 WTI 油价一直在 70 美元附近徘徊, 明显高于二季度, 这推动三烯、三苯等主要石化原料价格明显上涨, 而进入四季度, 油价还在向 80 美元继续冲高。预计 4 季度原油价格也将处在高位, 均价很可能超过 3 季度。

图8: 3季度WTI油价维持高位并有继续上涨的趋势


资料来源: Bloomberg, 招商证券 注: 斜体字表示 WTI 油价季度均值

三、选择投资标的的三条主线

1、主线一：关注产能/内需相关度，把握各子行业复苏脉络

(1) 构建“产能/内需相关度框架图”

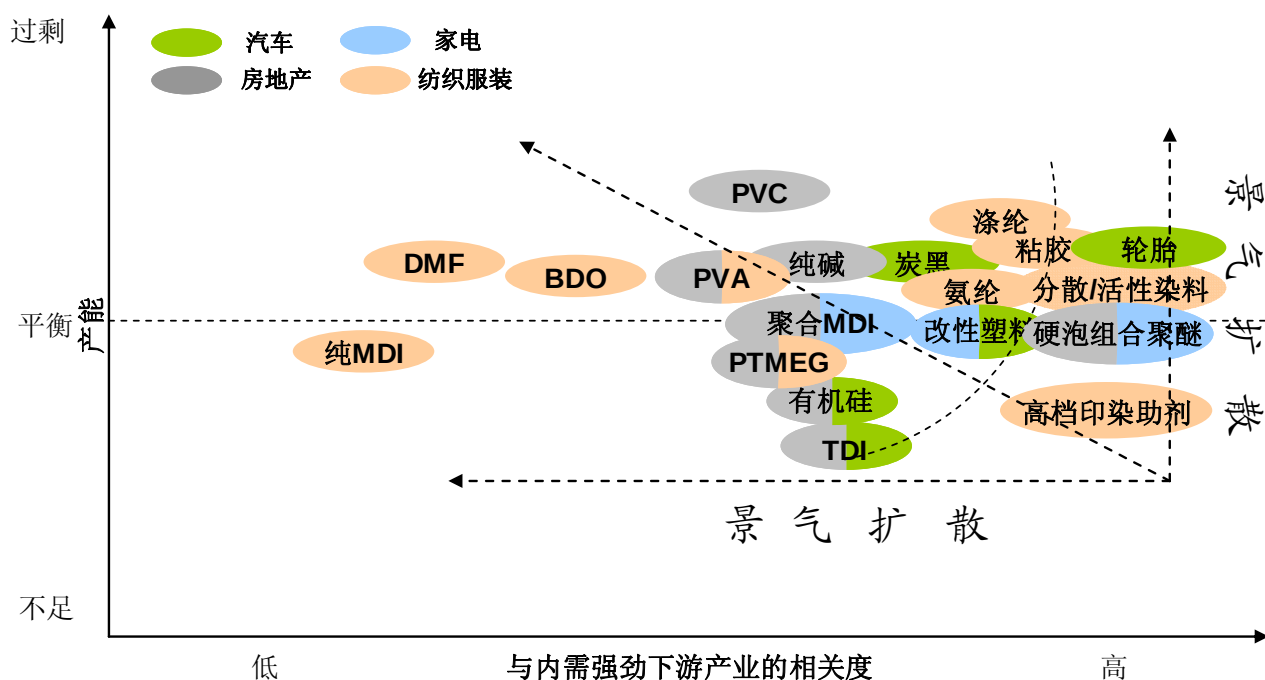
我们构建框架图的逻辑如下：下游内需较强是子行业复苏的主要动力，产能过剩程度是使复苏程度分化的主要因素，我们对内需相关度和供需平衡度的测算和综合考量，我们构建了与汽车、房地产、家电、纺织服装业相关性较强的化工子行业的“产能/内需相关度框架图”，欲展现和预测各子行业的复苏脉络。

各产品在图中的位置确定：我们先总结出与内需强劲的产业相关度较高的行业，并根据其产能过剩程度和与下游汽车、地产、家电、服装行业的大小，确定其在图的位置。其中相关的确定主要根据该产品最终在上述几个下游行业中的使用比例确定。

目前效益明显转好的行业基本集中于行业右下方，企业开工率较高，并较顺利的实现提价。此外，虽然有些与内需高度相关的行业整体呈现产能过剩，但是市场的产品档次或者区域存在精细划分，上市公司凭借技术、服务和规模优势在该细分领域内拥有较强控制力，其开工率和提价能力也具有类似的特点。

我们认为：随着下游需求回暖的深化，越接近右下角的行业基本上已较早和较大幅的实现了开工率的攀升和提价，而各子行业景气度回升的基本路径将是大体上从框架图的右下方向左方和上方扩散。

图9：产能/内需相关度框架图



资料来源：招商证券研发中心

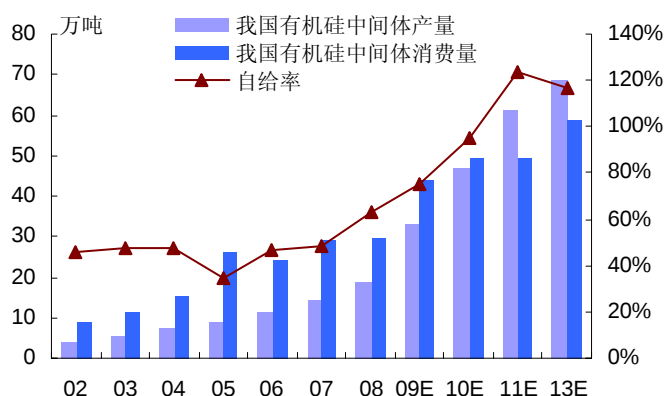
（2）我们首推产品价格有上涨潜力的子行业

根据我们构建的“产能/内需相关度框架图”中，虽然存在盈利能力已经恢复较好的企业，我们更倾向于推荐投资者关注以下行业：目前这些行业景气度的回升尚不如以上行业，但由于国内供需失衡并不严重，甚至有的产品在正常年份还有供给缺口，如果需求进一步恢复，开工率回升将较有效的推动产品价格上涨，显著提升行业盈利能力：

（1）有机硅：推荐新安股份

建筑和汽车是最主要的应用领域，单体和中间体每年需大量进口，虽然近年来国内扩产迅速，如果需求恢复至正常水平，近期的国内产能尚无法需要。9月前中间体DMC的价格一直处在底部，但是近期已明显开始上涨，说明需求对开工率的提升已经到达提价临界点，符合我们的“产能/内需相关度框架图”上的景气度扩散方向，预计4季度有机硅中间体行业的盈利能力将出现较明显提升。推荐拥有循环经济技术和产能优势的有机硅龙头新安股份，看好公司4季度的有机硅业务盈利能力的恢复。

图10：我国有机硅中间体自给率



资料来源：招商证券

图11：长三角地区DMC市场价



资料来源：化工在线，招商证券

（2）TDI：推荐沧州大化

主要用于沙发、床垫、坐垫等，与房地产和建筑高度相关，我国08年自给率低于80%，虽然有不少新装置在建，但预计也要到2010后才有望实现完全自给。之前的夏季是行业的传统淡季，产品价格仅有小幅温和上涨，冬季的到来，行业将进入需求旺季，如果下游需求继续保持旺盛，TDI价格有望在4季度再次进入上升通道。推荐TDI龙头沧州大化，公司盈利改善的趋势值得关注。

图12：长三角地区TDI市场价



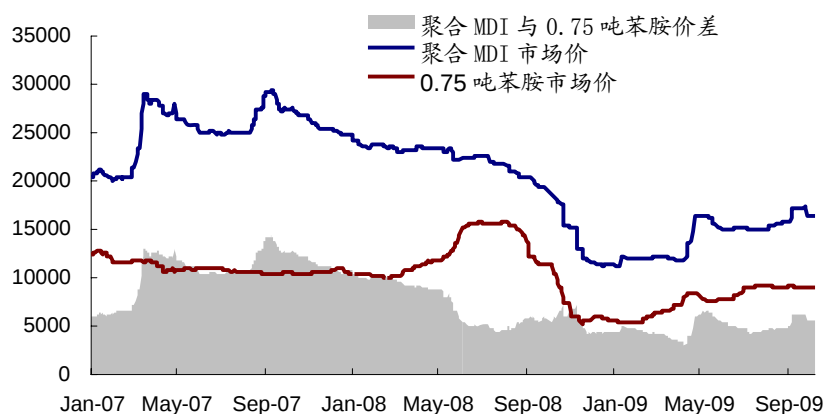
资料来源：化工在线，招商证券

(3) MDI: 推荐烟台万华

聚合 MDI 主要应用于冰箱、工业冷藏、汽车和建筑领域，之前一直需要大量进口，今年才基本实现供需平衡，目前冰箱和汽车销售旺盛，4 季度又为建筑保温需求旺季，表现值得期待。自 9 月开始烟台万华已将聚合 MDI 提价 1300 元/吨至 17800 元/吨，进入 10 月，其他主要企业（巴斯夫等）也普遍将价格提升至 17000 元/吨以上，对 4 季度价格形成支撑。纯 MDI 主要下游中氨纶需求不错，最主要的浆料需求仍不佳，但是企业可以根据市场情况通过多产聚合 MDI 和少产纯 MDI 来进行调节，如果下游需求复苏进一步持续，4 季度产品价格上涨将是大概率事件。

烟台万华目前具有 50 万吨年产能，明年投产的宁波二期 30 万吨装置有明显的综合成本优势，加上“低碳经济”渐热的大背景下，保温性能最佳的聚氨酯硬泡在建筑节能领域的应用前景十分广阔，且公司谋求海外扩张的努力近期也有所进展，是短期和中长期趋势均向好新材料行业龙头，目前股价对应我们预测的 09 年 EPS 的 PE 仅 23 倍，10 年 15.5 倍，建议买入。

图13: 聚合MDI与主要原料苯胺的差价



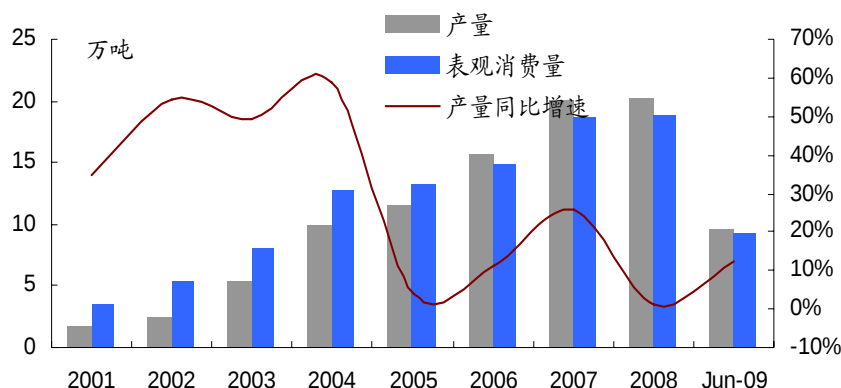
资料来源：招商证券

资料来源：化工在线，招商证券

氨纶: 关注华峰氨纶提价超预期

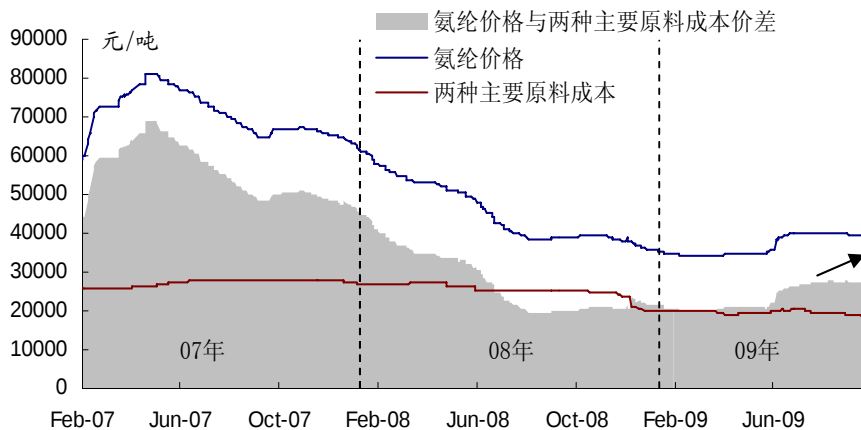
近年国内氨纶产能略有过剩，每年有少量出口，但是该行业的龙头企业的在成本、差别化、服务上的具有较明显的优势，当需求回暖时，具有较强的议价能力，此外，目前下游包纱、棉包、经编的开工率较高，行业在 5、9 月已经分别实现了一次提价，我们预计 4 季度还有再次提价的可能。此外，主要原料之一的 PTMEG 及上游的 BDO 的价格上涨尚未跟进，这有利于 4 季度氨纶行业维持在较好盈利。目前氨纶行业龙头华峰氨纶的股价已经透支了一定的提价预期，但是仍建议关注 4 季度氨纶可能的再次提价，如果提价速度和幅度超出预期将构成一定的交易性机会。

图14: 国内氨纶的产量和消费量



资料来源: 招商证券

图15: 氨纶与主要原料纯MDI和PTMEG的价差



资料来源: PUworld, 招商证券

（3）同时也建议继续关注目前景气度较好的行业

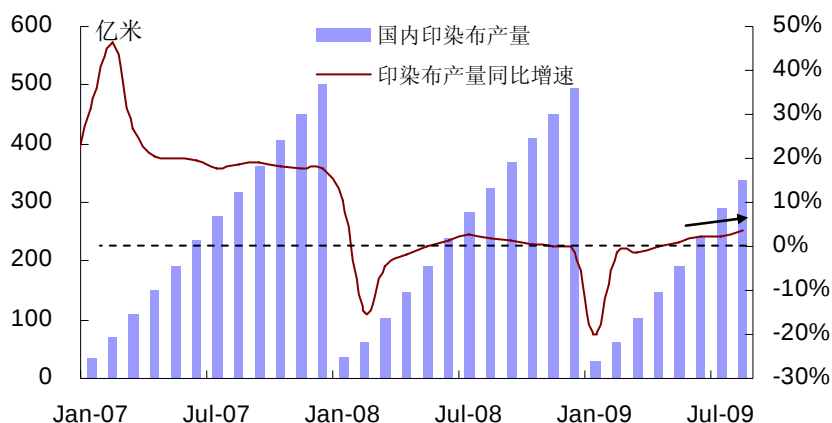
根据我们构建的“产能/内需相关度框架图”和实际掌握的情况，下列行业的景气度已经较好，盈利能力已经显著恢复，4季度基本持平或者仍继续改善，我们继续强烈推荐估值较低的品种，对于估值已较为合理的公司，A股整体估值水平的提升有望推动这些基本面好的公司的股价继续上涨，我们建议可继续积极关注，业绩超预期的表现将成为股价上涨的催化剂。

（1）印染助剂：推荐“德美化工、传化股份”

受益于纺织服装需求回暖，印染行业开工率回升使印染助剂的需求量回暖，国内印染布产量同比增速渐升，今年前8月累计产量同比增长达3.8%，8月单月产量同比增长达14.5%，预计印染助剂09年全年的需求增长将超过5%。

虽然我国通用助剂产能过剩，但高档专用助剂产能不足，仍需依赖进口。德美化工、传化股份是国内印染助剂行业产能最大、技术水平最高的两个龙头企业，毛利率高，上半年原料成本大幅降低使公司业绩优异，虽然下半年成本将有所上升，但是需求的回暖将支撑公司产品销量和价格提升，毛利率也将维持高位，3、4季度仍能够保持优秀业绩，甚至略有上升。

图16: 国内印染布产量及增速



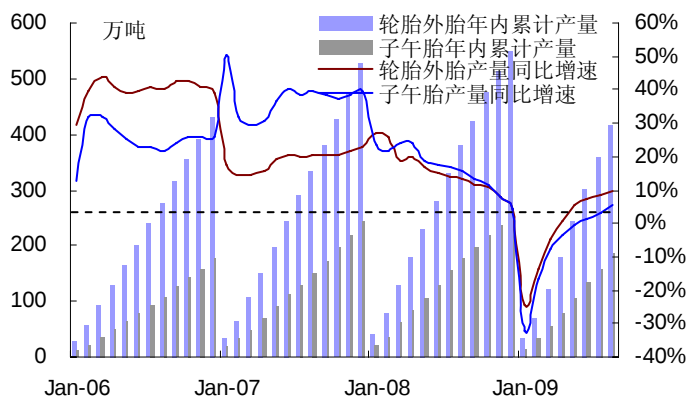
资料来源: CEIC, 招商证券

(2) 轮胎行业: 推荐“风神股份”

上半年, 在需求和出口疲软的同时, 原材料成本大幅下滑, 毛利率有较大提升。下半年, 轮胎业受益于汽车整体销售理想, 而4季度重卡也面临复苏, 成本仍然处于较低水平, 此外, 9月出台的美国特保案征税对象为乘用车胎, 上市公司多为载重车胎和工程胎, 对除S佳通外的上市公司影响很小。

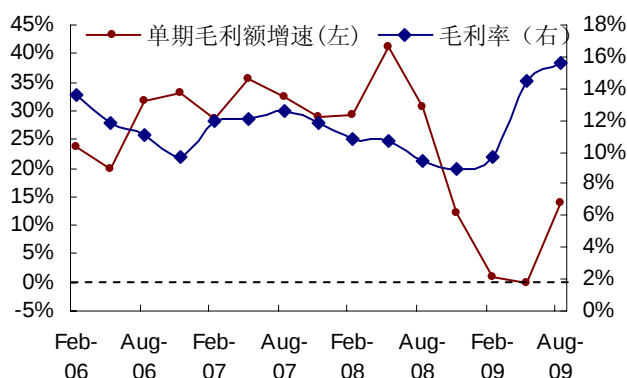
在需求拉动下, 3季度行业单季整体收入同比恢复增长, 虽然成本也有所上涨, 但毛利率环比仍稳中有升, 4季度预计有望保持3季度的水平, 收入回升势也将保持, 预计利润仍维持高水平, 因此, 我们继续强烈推荐载重子午胎和工程机械轮胎龙头——风神股份, 对应我们预测的09年EPS的PE为16倍。

图17: 我国轮胎外胎和子午胎产量及同比增速



资料来源: CEIC, 招商证券

图18: 轮胎行业单期收入增速及毛利率



资料来源: 国家统计局, 招商证券

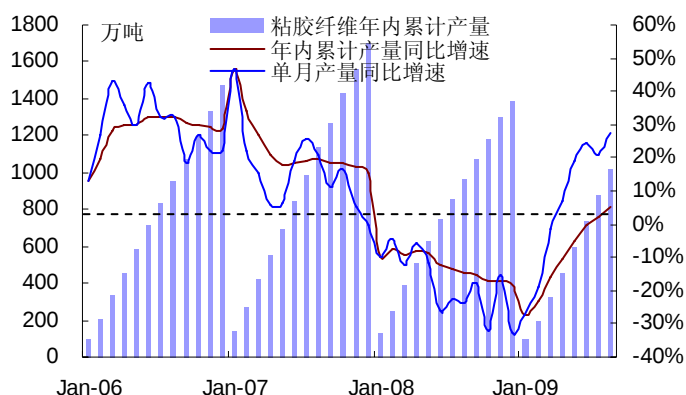
(3) 粘胶: 关注山东海龙、澳洋科技

今年国内棉花减产10%以上使棉短绒和浆粕供应紧缺, 与下游旺盛的需求共同作用推动粘胶价格持续上涨, 收入、毛利率同比提升, 利润同比大幅增长, 预计三季度收入环比仍旧保持增长, 但是由于成本可能继续上升, 毛利率环比将稳中有降, 利润环比持平或略有增长,

目前棉价仍在上涨之中, 甚至有加速趋势, 国储棉抛售尚未能有效打压棉价, 棉价的实际减产可能超出预期, 粘胶行业四季度毛利率继续提升的可能性不大, 但是内需强劲将

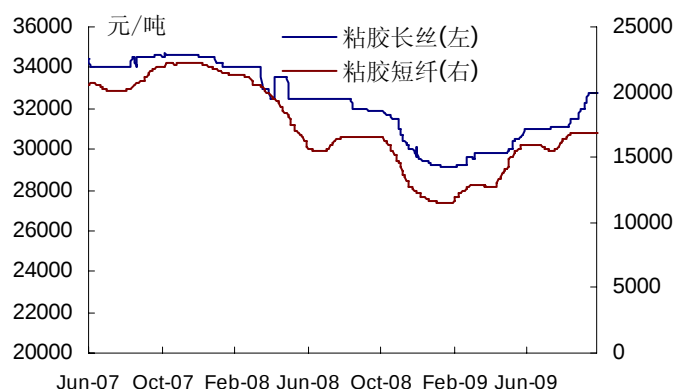
使收入和利润继续增加，全球经济复苏或使明年出口也出现转机，行业仍然继续向好。经过前期上涨，仍可关注山东海龙、澳洋科技，但上涨空间不大。

图19：我国粘胶纤维产量及同比增速



资料来源：CEIC，招商证券

图20：国内粘胶长丝和短纤价格走势



资料来源：化纤经济信息网，招商证券

（4）硬泡组合聚醚：推荐红宝丽

看重技术和服务，对企业综合素质要求较高，直接受益于冰箱旺盛需求，同时，四季度是全年建筑保温需求的旺季，国内硬泡组合聚醚龙头**红宝丽**，主要产品硬泡组合聚醚采取“成本+合理利润”的模式，能比较好的转嫁上升的成本，享受需求增长的同时，业绩也将继续保持良好，另一产品异丙醇胺的质量达到与陶氏、巴斯夫同台竞争的水准，供不应求。预计3、4季度即便毛利率无法提升，利润也将出现较好的增长。

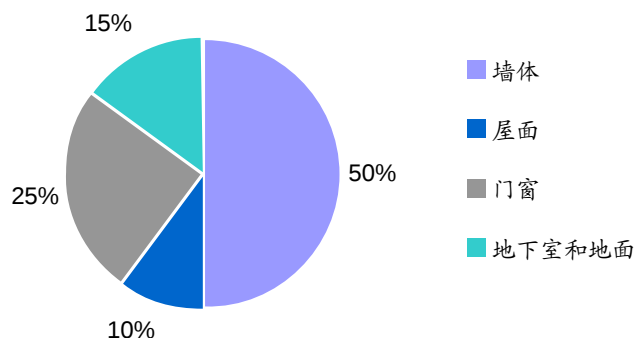
综上所述，印染助剂、轮胎、粘胶、硬泡组合聚醚目前需求复苏情况较好，4季度仍将维持较好的盈利能力，推荐德美化工、传化股份、风神股份和红宝丽，这些行业基本集中于我们框架图的右下角，已经受到了市场的较多关注，股价上涨空间可能不如基本面即将再次迎来转机的公司。我们预测，下一步有机硅、MDI、TDI提价的可能性较大，并可能超越成本的提升，盈利能力有所提升。我们更倾向于推荐新安股份、烟台万华、沧州大化，并建议关注氨纶提价超预期的可能。

2、主线二：发展低碳经济将使建筑节能相关公司受益

我国建筑墙体保温效果差。目前中国建筑运行能耗约占社会总能耗的近24.9%，北方地区的采暖能耗超过了当地社会总能耗的40%，而我国单位建筑面积采暖能耗是气候相近国家的2至3倍，中国房屋住宅的能量损失大致为墙体约占50%。

年底新碳排放目标出台有望加速聚氨酯保温墙体的推广。聚氨酯硬泡墙体保温系统在发达国家应用已经超过30年，技术成熟，国内相关的原材料产能也增长较快，仅仅需要加以推广就可以在短期内见到显著的减排效果，这比开发新能源能够更快见到效果。如果12月哥本哈根会议制定的碳排放目标出台后，我国很有可能开始大力推广该技术来作为达到减排目标的手段之一。

图 21: 我国住宅的能量损失途径



资料来源：招商证券研发中心

相关个股推荐。MDI 和硬泡组合聚醚是聚氨酯硬泡的主要合成原料，推荐相关上市公司有烟台万华和红宝丽，建议密切关注碳排放谈判结果和接下来可能出台的相关鼓励政策。

3、主线三：受益于油价上涨的行业和公司

THF/PTMEG/ γ -丁内脂：

正常年份，THF/PTMEG 和 γ -丁内脂的国内产能并不过剩，但由于目前浆料需求仍旧较弱，行业开工率相对不足，仅靠下游氨纶行业的复苏对开工率的提升还难以达到拉动价格明显上涨的程度，需要非氨纶领域的配合，我们认为这些化工品的需求回暖将晚于上述行业。

但是，值得注意的是国际上 THF/PTMEG/ γ -丁内脂的原料 BDO 主要靠石油或天然气生产，为石油乙烯法或天然气乙炔法，而国内山西三维采用非石化原料电石生产 BDO，成本基本不受油价影响。而近期油价已接近 80 美元/桶，天然气价格也开始上涨，国际厂商 BDO 及其下游产品的成本将提升，如巴斯夫近日宣布自 10 月 1 日起在整个欧洲范围内对 BDO 及其衍生物实施新的涨价后的价格体系，其中 BDO 上调 150 欧元/吨，THF 每吨上涨 100 欧元，PTMEG 每吨上涨 100 欧元、 γ -丁内脂每吨上调 100 欧元。

我们认为，BDO 及其下游产品的国际价格的提升，将对中国市场的 BDO/THF/的价格形成支撑和推涨作用，有助于提升相关公司的盈利能力，我们建议关注具有完整 BDO 下游产业链的公司山西三维。

PVA:

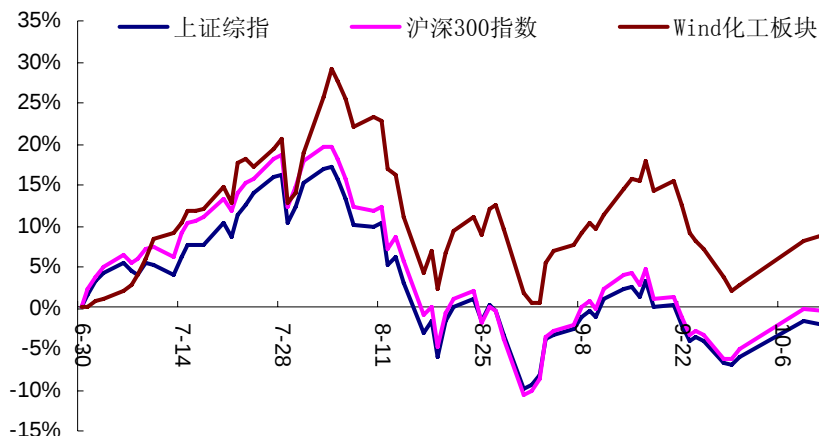
聚乙烯醇（PVA）的国内企业主要采用电石乙炔法，而国外主要采用石油乙烯法和天然气乙炔法，下游纤维和非纤维行业的需求都在逐步回暖，油价上涨将推高国际和国内石油法产品价格，国内相关企业产品的提价动力将增加，提高盈利能力。推荐山西三维、云维股份，关注皖维高新。

四、重点公司评级

1、行业走势回顾

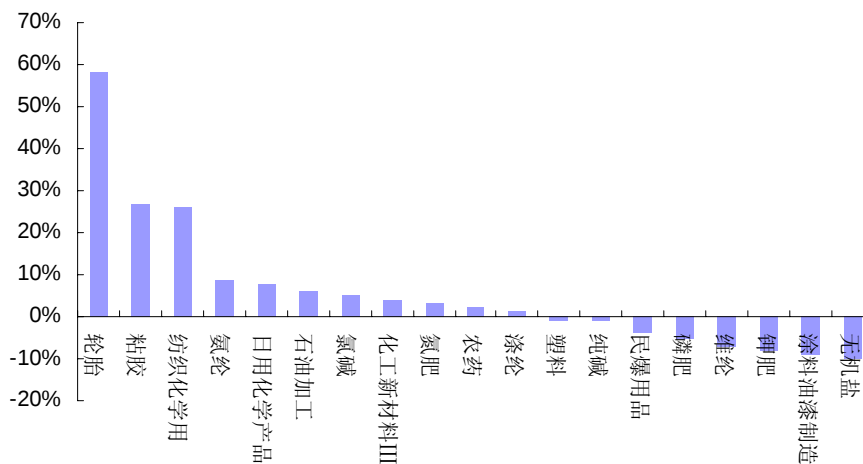
09年三季度，上证综指累计下跌6.1%，沪深300指数下跌5.1%，而代表基础化工行业板块（未包括轮胎行业）的Wind化工指数则保持上涨，跑赢大盘。各细分子行业中，轮胎、粘胶、纺织化学品、氨纶等子行业的涨幅居前。

图22：09年7月至今基础化工板块相对大盘走势



资料来源：Wind，招商证券

图23：09年三季度基础化工各细分子行业涨幅排序



资料来源：Wind，招商证券

2、重点公司投资评级

表 2：A 股基础化工公司估值一览

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE			PB (MRQ)	市值 (亿元)	评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E			
600309	烟台万华	18.58	0.91	0.83	1.23	20.4	22.4	15.1	6.9	309	强烈推荐-A
600469	风神股份	16.00	-0.26	1.01	1.25	NA	15.8	12.8	3.7	60	强烈推荐-A
600596	新安股份	43.14	5.89	1.23	1.76	7.3	35.1	24.5	4.8	137	强烈推荐-A
002258	利尔化学	23.81	0.49	0.68	0.93	48.6	35	25.6	5.7	48	强烈推荐-A
600589	广东榕泰	6.89	0.22	0.25	0.43	31.3	27.6	16.0	3.4	41	强烈推荐-A
600426	华鲁恒升	18.45	0.76	0.93	1.23	24.3	19.8	15.0	3.6	91	审慎推荐-A
000422	湖北宜化	17.47	0.49	0.7	1.14	35.7	25.0	15.3	4.7	95	审慎推荐-A
002165	红宝丽	21.48	0.6	0.63	0.89	35.8	34.1	24.1	7.2	34	审慎推荐-A
002037	久联发展	16.83	0.31	0.59	0.68	54.3	28.5	24.8	4.6	22	审慎推荐-A
002215	诺普信	43.14	5.89	1.23	1.76	35.1	24.5	35.1	7.7	45	审慎推荐-A
600143	金发科技	8.94	0.18	0.35	0.45	49.7	25.5	19.9	4.4	125	审慎推荐-A
中位数							25	20	4.7	60	

资料来源：招商证券

分析师简介

廖振华，上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。