

湘财证券研究所

基础化工研究小组

张啸伟

Tel: 021-68634518-8221

E-Mail: zxw2838@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8608

E-Mail: gw2603@xcsc.com

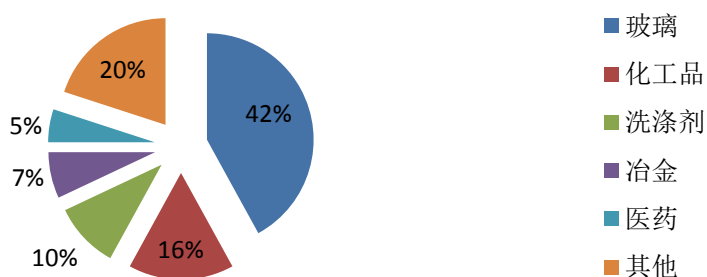
- **玻璃与纯碱库存是压制 09 年纯碱复苏的主因** 对于纯碱行业，普遍的投资逻辑是地产新开工领先预测地产竣工，地产竣工同步拉动平板玻璃，平板玻璃是纯碱的主要下游需求方。考虑到今年地产竣工面积的超预期，纯碱产量理应高增长，可是实际情况是开工率并没有出现 V 形反转，我们认为玻璃和纯碱库存是压制纯碱行情爆发的主因
- **依照玻璃产量预测的纯碱产量与实际值相差 100 万吨左右，差距在于纯碱库存** 基于玻璃产量与纯碱的过往关系预测，纯碱 09 年的产量在 1991 万吨，但是实际值与预测值相差了 100 万吨，我们认为背后原因在于纯碱的库存，即今年新生产的部分玻璃是使用库存纯碱，所以没能转化为纯碱业的开工率
- **地产竣工面积大增，纯碱开工率理应 V 形反转，但是实际纯碱产量却与地产预测产量相差 300 万吨，背后逻辑在于玻璃与纯碱的库存** 我们根据今年房地产的竣工面积估测 2009 年纯碱产量应该在 2189 万吨，但是今年纯碱实际产量仅有 1895 万吨，实际值与预测值相差了 300 万吨左右，不但没有实现 V 形反转，反而继续下跌。我们认为这一现象背后的原因在于玻璃与纯碱的库存。因为去年地产竣工大幅下滑，玻璃与纯碱库存积压严重，那么今年大量竣工的房地产安装的玻璃都是库存货，即使今年新生产出来的部分玻璃也是使用的库存纯碱，正是这两点原因导致这 300 万吨左右的差距
- **初步判断去库存完成，明年地产将拉动纯碱开工率飙升** 我们观测到九月份平板玻璃和纯碱产量开始同比转正，这可以视为纯碱和平板玻璃去库存完成的标志。按照我们宏观的看法，明后年中国 GDP 仍将处于 8% 以上，二次探底基本不可能，基于这一点，地产明后年仍将保持高速增长。消除了库存“阻隔”以后，地产的热度将直接传导至纯碱，届时纯碱产量将会大幅增长，我们预测开工率将大 10% 左右
- **预计 2010 年纯碱价格可反弹至 1650-1700 左右** 我们认为相比较煤炭价格，纯碱价格与原油价格相关性更高，我们统计了 2002 年到 2009 年 9 月的价格，原油价格与纯碱价格相关性达到 0.85 左右，同期煤炭价格与纯碱价格相关性 0.6 不到。根据我们石油研究员预计 2010 年原油价格将在 78 美元左右震荡，这将从成本推动的价格推高纯碱的价格中枢。其次我们认为今年纯碱行业开工率已经步入谷底，明年可 V 形反转，在开工率的带动下，纯碱行业景气度将大幅回升。综合以上因素，在中形情景假设下，我们预测明年纯碱价格将在 1700 左右，最悲观也将在 1600 左右。
- **重点公司推荐** 我们统计了国内四大纯碱企业毛利率对纯碱价格的一个相对波幅，我们看到山东海化纯碱业务毛利率跟随纯碱价格波动幅度最大，其次是双环科技，我们给予以上公司“买入”评级，具体估值请看我们随后的公司深度报告
- **风险提示** 2010 年纯碱产能扩张超预期（我们预期 2400 万吨）；油价跌破我们预期的 78 美元/吨；地产新开工热度骤然冷却

玻璃与纯碱库存是压制 09 年纯碱复苏的主因

依照玻璃产量预测的纯碱产量与实际值不符，差距在于纯碱库存

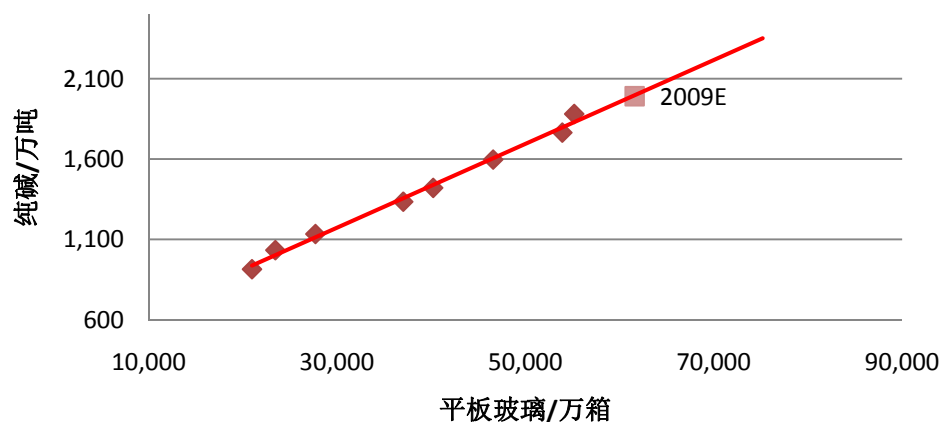
纯碱是玻璃必不可少的原料之一。纯碱、煤炭、重质油、电力是制造玻璃所需的四大原料，据估计，每生产一吨玻璃，约需纯碱 230 公斤，而且我们看到纯碱中近 42% 部分是用于玻璃，所以玻璃与纯碱存在一致性关系在情理之中。基于玻璃产量与纯碱的过往关系预测，纯碱 09 年的产量应该在 1991 万吨左右，单实际值与预测值相差了 100 万吨，我们认为背后原因在于纯碱的库存因素，即今年新生产的玻璃部分是使用库存的纯碱，所以没能转化为纯碱行业的开工率。

图 1 42%纯碱用于生产玻璃



数据来源：湘财证券研究所

图 2 据 09 年平板玻璃产量估计今年纯碱产量在 1991 万吨左右

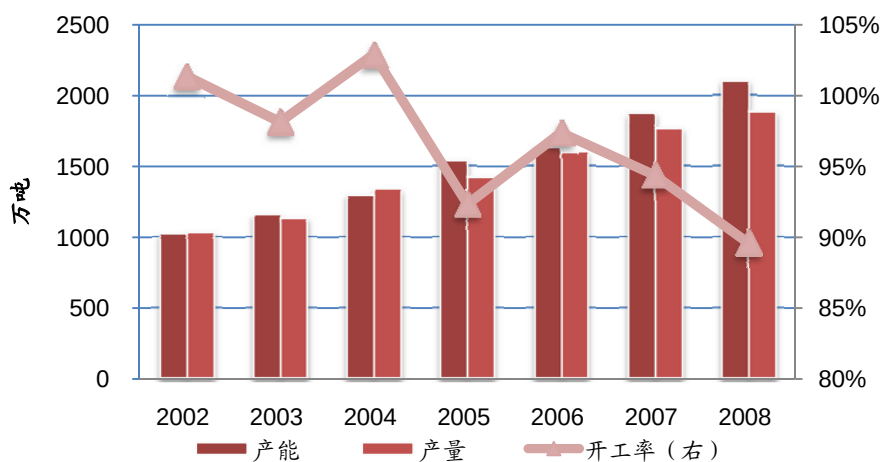


数据来源：Wind，湘财证券研究所

地产竣工面积大增，纯碱开工率理应 V 形反转

近年纯碱各地产能扩张冲动越来越盛，以致纯碱行业开工率连连下降，2008 年更是跌破 90%。

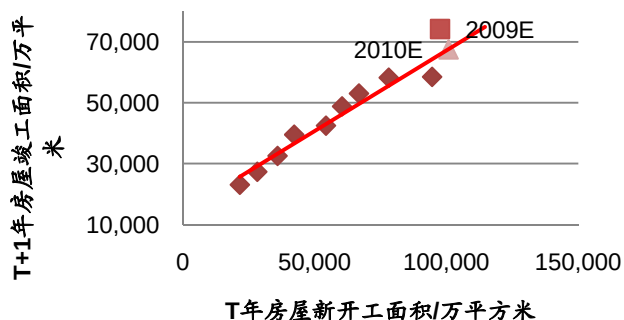
图 3 近三年纯碱开工率逐年下滑



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

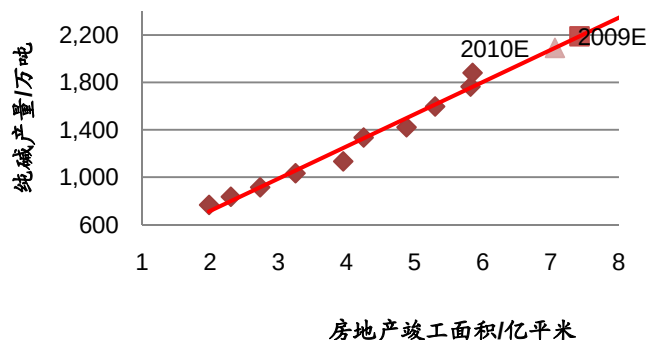
对于纯碱行业，普遍的逻辑是地产新开工领先预测地产竣工，地产竣工同步拉动平板玻璃，平板玻璃是纯碱的主要下游需求方。考虑到今年地产竣工面积的超预期，纯碱产量理应高增长。按照这种逻辑，我们估测 2009 年纯碱产量应该在 2189 万吨，2010 年纯碱产量应该在 2092 万吨。

图 4 新开工面积与次年竣工面积相关性高



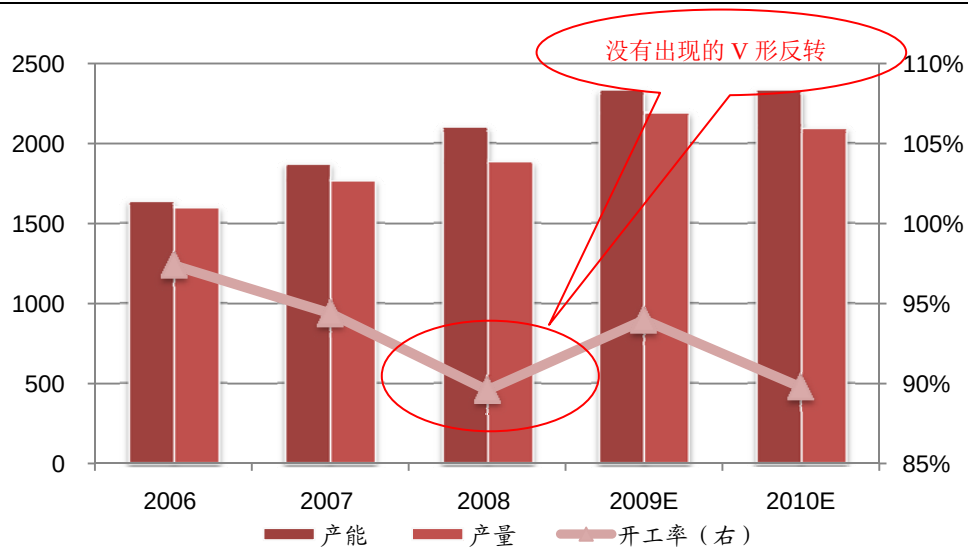
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 5 竣工面积与当年纯碱产量相关性高



数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 6 地产-纯碱逻辑下今年开工率理应至 94%左右



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

依照地产竣工面积预测的纯碱产量与实际值差距在于玻璃与纯碱库存

如果基于地产复苏进而拉动纯碱的逻辑来看，纯碱今年的产量应该在 2189 万吨左右，开工率可至 94%，可是前九个月纯碱数量仅有 1392 万吨，据此估测全年纯碱产量也只是 1895 万吨，实际值与预测值相差了 300 万吨左右，不但没有实现 V 形反转，反而继续下跌。我们认为这一现象背后的原因在于玻璃与纯碱的库存，因为去年地产竣工大幅下滑，玻璃与纯碱库存积压严重，那么今年大量竣工的房地产安装的玻璃都是库存货。即使今年新生产出来的部分玻璃也是使用的库存纯碱，正是这两点原因导致这 300 万吨左右的差距。

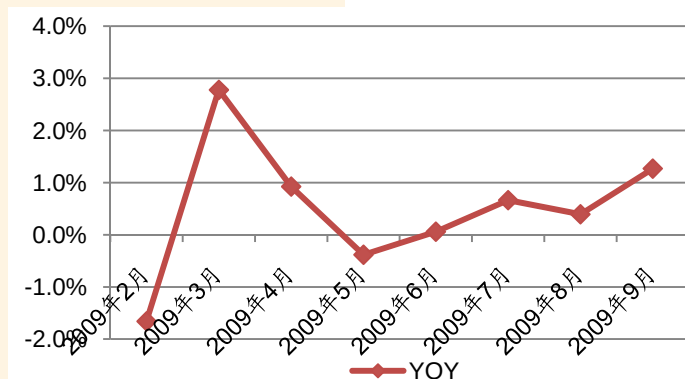
图 7 库存是横亘在地产-纯碱间的“二座”大山，地产热度衰减式向下游传递

数据来源：湘财证券研究所

初步判断去库存完成，明年地产将拉动纯碱开工率飙升 10%

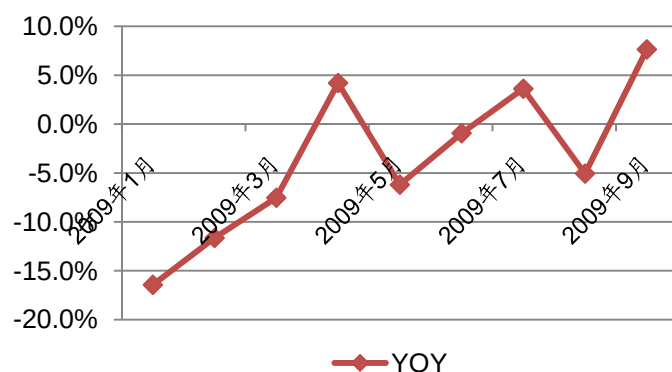
我们观测到九月份平板玻璃和纯碱产量开始同比转正，这可以视为纯碱和平板玻璃去库存完成的标志之一。同时根据我们与相关研究员交流，目前平板玻璃的库存较少，我们同时可以从平板玻璃产销量佐证我们的观点。

图 8 平板玻璃产量同比增速近期确立转正趋势



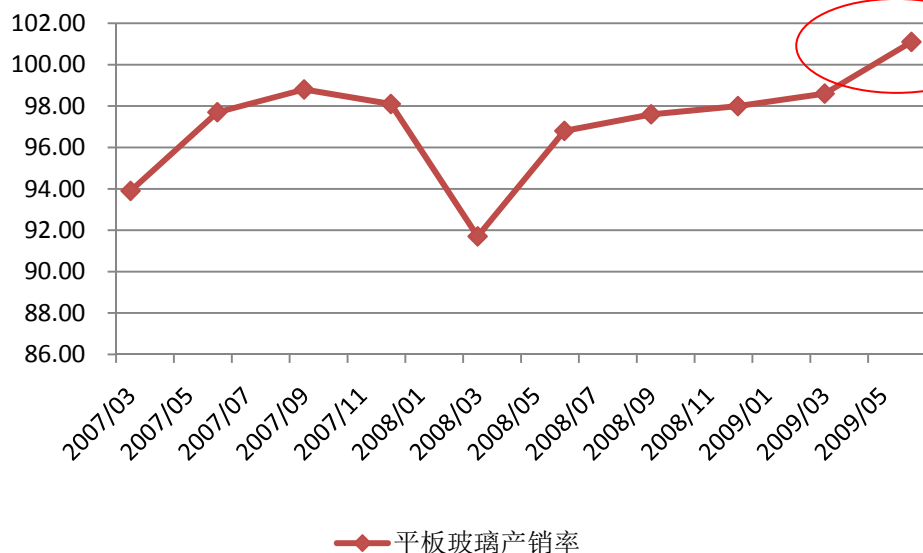
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图 9 纯碱产量于九月同比增速大幅转正



数据来源：WIND，湘财证券研究所

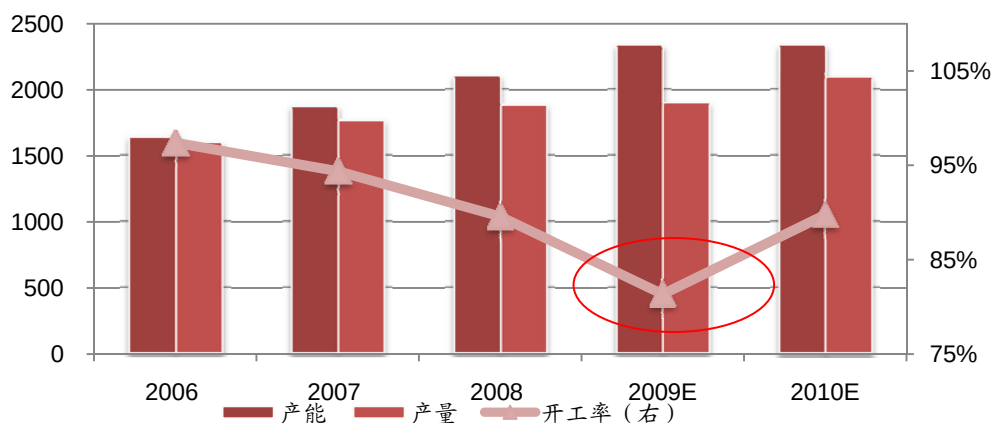
图 10 平板玻璃累计产销率目前已过 100%



数据来源：WIND，湘财证券研究所

同时按照我们宏观的看法，明后年中国 GDP 仍将处于 8% 以上，二次探底基本不可能。基于这一点，我们认为地产明后年仍将保持高速增长，那么消除了库存的“阻隔”以后，地产的热度将直接传导至纯碱，届时纯碱产量将会大幅增长，我们预测开工率将大涨 10% 左右。

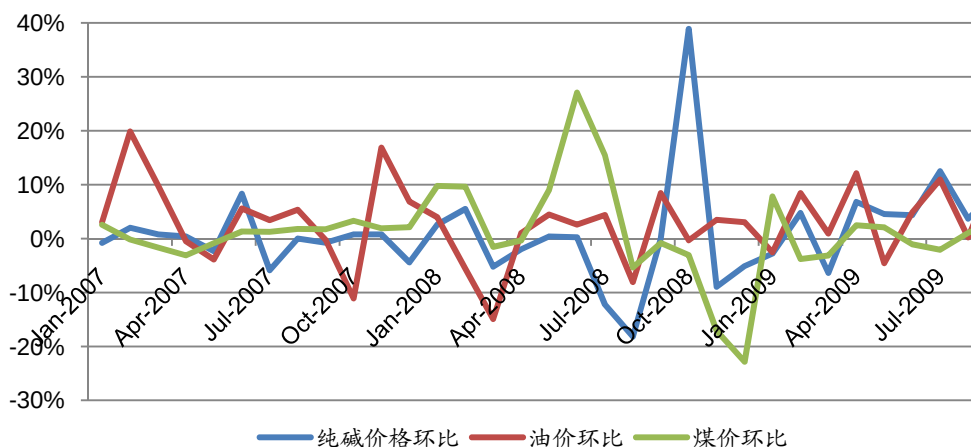
图 11 甩掉库存包袱的纯碱行业开工率将在 2010 年出现 V 形反转



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

预计 2010 年纯碱价格可反弹至 1650 左右

图 12 纯碱价格与原油价格相关性更高（相关系数 0.85）



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

我们认为相比较煤炭价格，纯碱价格与原油价格相关性更高，我们统计了 2002 年到 2009 年 9 月的价格，原油价格与纯碱价格相关性达到 0.85 左右，同期煤炭价格与纯碱价格相关性 0.6 不到。根据我们石油研究员认为从国际石油供需基本面来看，今年末和明年将为先紧、后松、再紧的态势，总体仍将维持在一个供求紧平衡的状态。加之持续高企的失业率使得美国经济尚未进入稳固和确定的上行通道，美元存

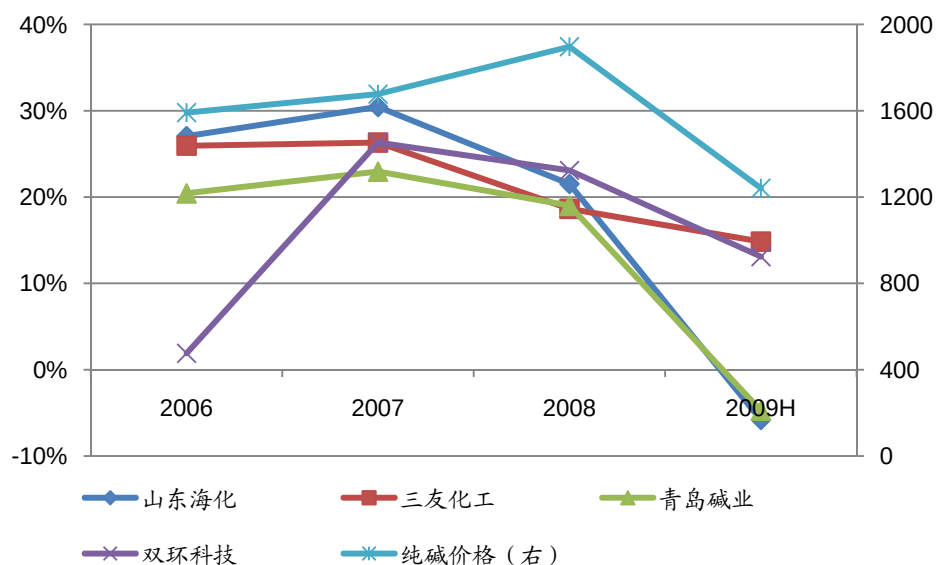
在一定的升值压力。另外根据历史经验，过高的国际油价不利于世界的健康发展，尤其是在当下这个世界经济普遍回暖的关键时期。最后，随着世界金融监管的严格化与一体化，国际油气炒作的监管将会日益严格。综上所述，无论是从基本面、美元因素、地缘政治还是石油的金融属性来看，2010年原油价格将在78美元左右震荡，这将从成本推动的价格推高纯碱的价格中枢。其次我们认为今年纯碱行业开工率已经步入谷底，明年可V形反转，在开工率的带动下，纯碱行业景气度将大幅回升。综合以上因素，在中形情景假设下，我们预测明年纯碱价格将在1700左右，最悲观也将在1600左右。

表 1、2010 年纯碱价格的敏感性分析

原油/需求	悲观	中性	乐观
73	1,594	1,649	1,703
78	1,640	1,694	1,749
82	1,677	1,731	1,786

重点公司推荐

图 13 山东海化纯碱业务毛利率跟随价格波动幅度最大



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

我们统计了国内四大纯碱企业毛利率对纯碱价格的一个相对波幅，我们看到山东海化纯碱业务毛利率跟随纯碱价格波动幅度最大，其次是双环科技，我们给予二家公司“买入”评级。

具体公司估值请看我们随后推出的深度报告

风险提示

2010 年纯碱产能扩张超预期；油价跌破我们预期的 78 美元/吨；地产新开工热度骤然冷却

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。