

基础化工材料与制品

通胀的机会

优于大势

调高评级

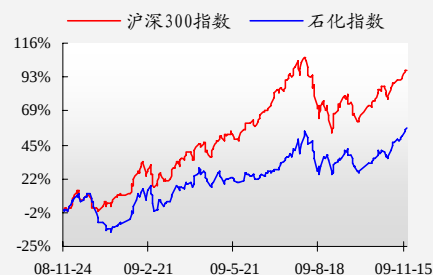
原材料/基础化工

2009 年 11 月 23 日

投资要点:

- 化工行业绝大部分产品处于产业链的中游,受库存的影响大于下游,产能调节能力又大于上游。在中国传统的投资拉动型的经济增长模式中,化工行业超额收益在牛市中期阶段开始显现。
- 化工行业的盈利来自上下游剪刀差。产品涨价初期往往是成本推动型,然后逐渐演化为需求拉动型。化工行业的投资相对上游行业而言更难把握,因为上游行业的成本基本固定,只需要跟踪产品价格就可以了。
- 各种价格指数见底回升的趋势基本确立,而化工产品价格指数的特点就是波动大、有时滞。这两个特点也可以解释化工行业超额收益的滞后性。2009 年的故事是低价库存(原料),2010 年仍然是低价库存,不同之处在于 2010 年的低价库存是相对产品涨价的动态低价。
- 鉴于历史数据的可获得性,本文中对涨价顺序和幅度的论述局限于对上一轮原油周期(2005-2008)的总结和推演,据此得出的结论中暗含的一个重要假设是原油价格继续上涨或者至少是保持 80 美元左右。但是我们认为“靠近原油,依赖进口”的判断依据是长期有效的,这一结论反过来就是说国内基础化工品产能过剩,主动提价能力差。
- 我们认为 2010 年投资机会来自于产品涨价。在选择上主要考虑价格的历史波动性、价格与原油的相关性、提价的能力、公司业绩的价格弹性。建议重点关注浙江龙盛、华鲁恒升、中泰化学、金发科技和天茂集团。

走势图



重要公司

评级

浙江龙盛	推荐
华鲁恒升	谨慎推荐
中泰化学	推荐
金发科技	推荐
天茂集团	谨慎推荐

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6337 7000 -264

FAX: (8621)6337 3209

Email: shaozhenhua@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮 编: 200002

投资思路

通胀

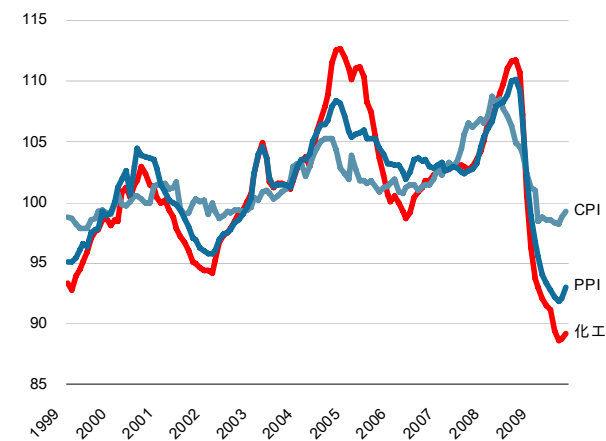
价格是化工板块的核心变量。价格与企业收入直接正相关，高价格意味着高收入，价格上涨需要需求支撑，涨价往往意味着需求旺盛，开工率较高，而高开工率可以探低固定成本，因此高价是相关产品处于景气周期的重要特征。

从 CPI 和 PPI 的历史数据可以看到，CPI 和 PPI 从底部到顶部一般经历两年时间，从顶部到底部下降阶段相对较短，略长于一年。现在可以初步认定，CPI 和 PPI 的拐点已经在 2009 年 7 月出现。这一时间点，也是符合历史规律的。CPI 在年内转正已经成为市场共识。

历史上，CPI 与 PPI 保持了高度的同步性，PPI 的波动幅度明显大于 CPI，这表示工业品价格波动的幅度要大于消费品；工业品价格同比转正的时点要晚于消费品。化学工业品价格指数属于 PPI 的一部分，它与 PPI 的关系与 PPI 和 CPI 的关系非常接近，如果将 PPI 和 CPI 的区别分别定义为工业属性和消费属性，那么化学工业品价格指数比 PPI 更加“PPI”。尽管这一说法有点别扭，我只是想沿用上述 PPI 和 CPI 那里得来的结论：化学工业品价格比一般工业品有更大的价格弹性；化学工业品价格转正的时点晚于 PPI（当然也晚于 CPI）。

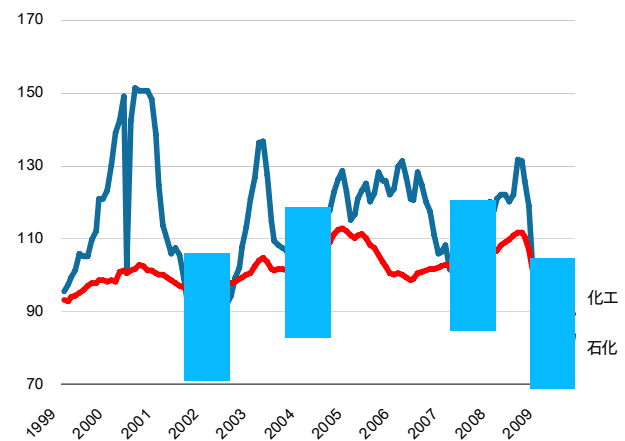
化学工业部分产品以石油产品为原料，石油产品价格上涨将直接推动化学产品成本。石油产品价格的波动幅度大于化学工业品，即它比化学工业品“更 PPI”。这是符合经济学一般常识的，产业链上越是上游的产品价格弹性越大，越接近终端的产品价格相对稳定。每一次石油产品价格指数大幅下跌以后的反弹都会带动化学工业品价格指数上升，现在应该是 1999 年以来的第四次。

图1 化学工业品出厂价格指数 ——比PPI更加PPI



数据来源：WIND

图2 化学工业品出厂价格指数 ——见底不回升？



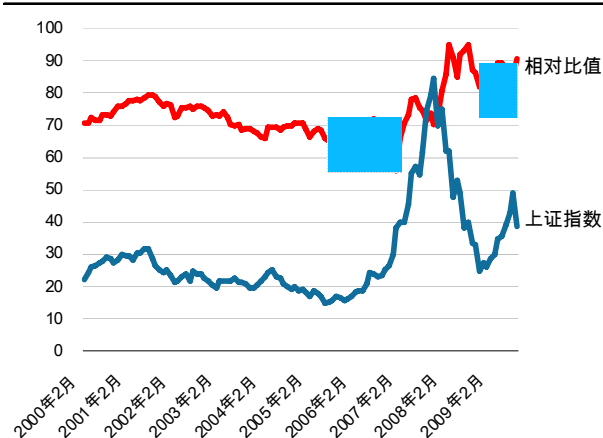
数据来源：WIND

经历了上一轮牛市以后，很多人认为化工板块是一个滞后于通胀和大盘的板块。从一轮牛市自 2005 年 7 月份起，CPI 见底在 2005 年底 2006 年初，化工板块从 2005 年 7 月到 2007 年 2 月这一阶段同步于大盘（图中阴影区域），从 2007 年 2 月份开始有超越大盘的表现，一直持续到大盘见顶以后。化工行业指数采用的是申万一级化工行业指数，由

于其采用流通市值加权平均法，中国石化包含在指数可能对指数有“劫持效应”，不过在指数同步大盘阶段，中国石化超越大盘，剔除中国石化后化工板块整体走势同步大盘的时间比图示中的还要长，因此指数的构成不影响上述论述。

然而从欧美股市的经验来看，化工企业股价不是必须落后于通胀和大盘。道琼斯巨型化工 30 指数的超额收益基本与通胀周期同步。原油价格在 2001 年底见底，一路从 20 美元涨到 140 美元，巨型化工 30 指数就一直在产生超额收益，即使道琼斯工业指数在 2003 年才见底上涨。巨型化工 30 指数包括了拜耳、巴斯夫、加拿大钾肥、陶氏等知名全球化工巨头。我们认为中外化工股会有这样的差异在于定价能力的差异。我国化工企业产品同质性强，在通胀初期面临产能过剩的压制，因此很难提价；国外企业许多产品属于寡头垄断的格局，与下游有长期合作关系，因而不必进行完全市场化的竞争，可以从一开始就分享通胀。

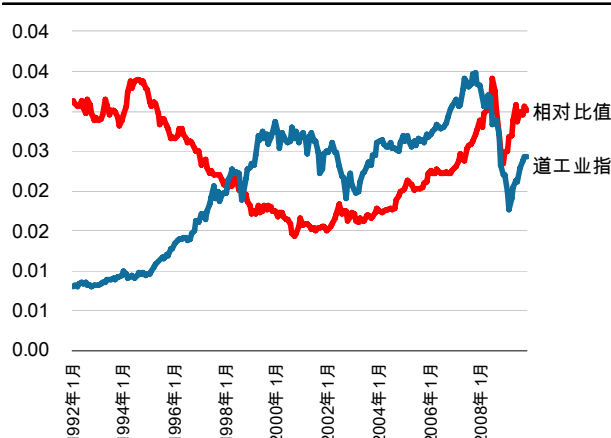
图3 化工行业相当涨幅 ——超额收益在牛市中后期



数据来源：WIND

阴影部分为同步大盘阶段

图4 道琼斯巨型化工企业指数 ——更强的定价能力



数据来源：WIND

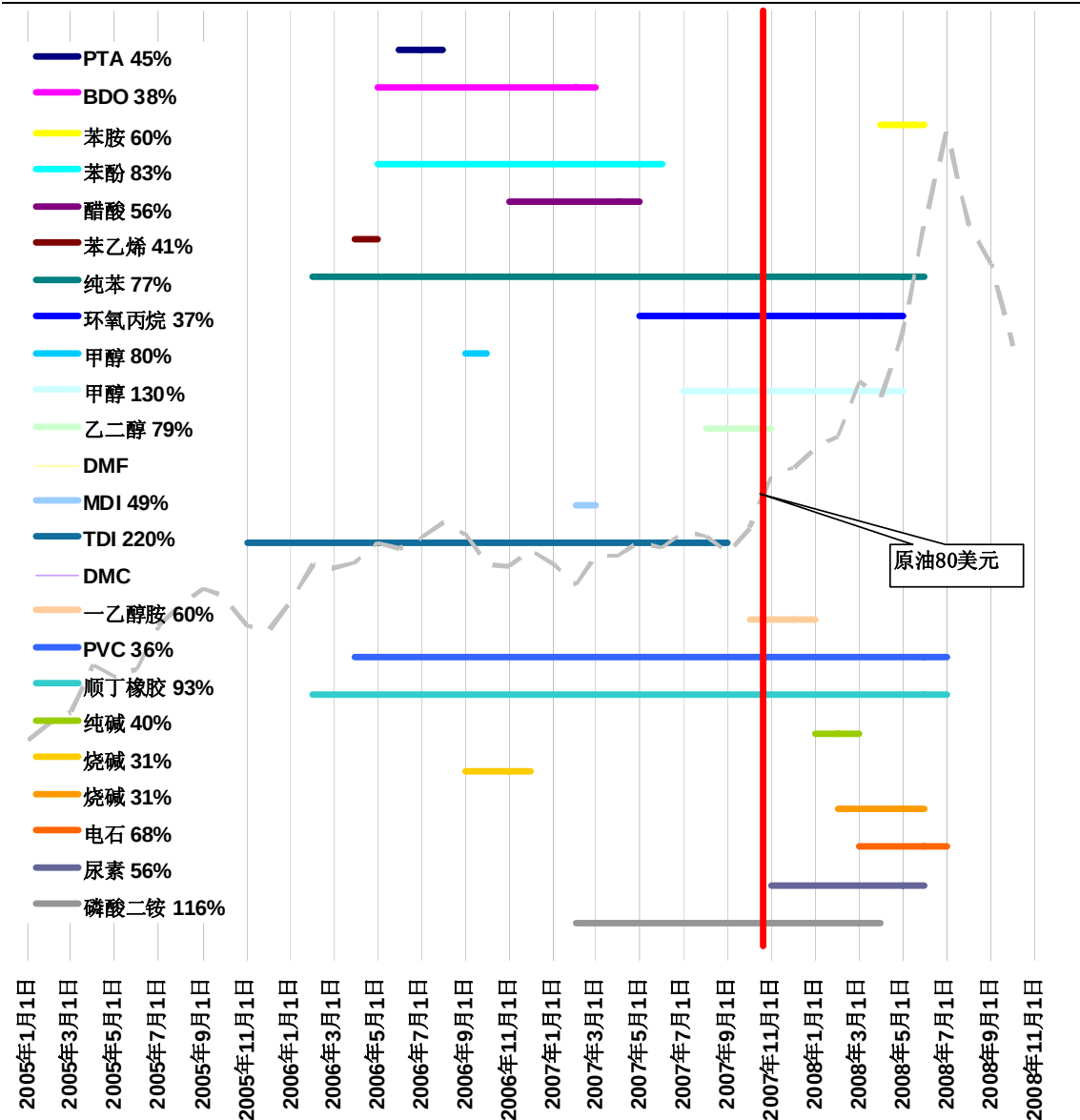
通过上面的回顾和论述，我们的结论是，中国即将进入新一轮通胀，通胀对化工板块（主要指生产化工原料产品不直接用于消费的化工企业）利好。国内化工价格涨价滞后于一般工业品；国内化工板块在通胀后期产生超额收益。优势行业，定价能力强的企业在通胀初期就能有超额收益。

上一轮价格周期中，化工品出厂价格指数在 2006 年 4 月份见底。起涨点较早的产品有**纯苯、TDI、顺丁橡胶**。其中，TDI、顺丁橡胶进口依存度较高，国内价格跟随进口价格而动，国外价格对成本上涨比较敏感。纯苯国内自给率较高，纯苯既可以石油为原料，也可以煤焦油为原料，国内石油苯的比例在 80%-90%之间，因此纯苯价格与原油价格关联度高。总结一下这几种“先行品种”，**靠近原油，依赖进口**。紧随其后的是苯乙烯、苯酚、PTA 等，它们是苯下游产品，证明价格沿着产业链自上而下传递有一定时滞。而有一些产品，在这一轮周期中，价格没有明显的上涨，典型的有 DMF 和 DMC，其他如 MDI 和 BDO，其价格处于下降周期，图中所列的只是下降周期中的一个有一定规模的反弹而已。

对于一般化工品而言，由于或多或少存在产能过剩或者说闲置产能，企业主动提价能力不强。然而静态的产能过剩仍然存在出现供不应求的可能，主要原因是在销售环节存在中间商，正常情况下，中间商库存类似蓄水池，有进有出，总量保持稳定，只有在涨价预期逐渐积累以后，中间商才会有囤货的动机。由于单独的厂家没有控制价格的能力，要形成这样的一致预期，最可能的情形就是成本上涨，这在有机化工品上表现的很明显，假定原油价格是一个外生的变量。因此，我们认为对于供需关系稳定的产品而言，

成本上涨是一个推动价格的引信，随后价格就有可能因为中间商的库存自发性的上涨，即上涨成为上涨的理由，而且对小品种的价格涨幅往往能超越最初的成本上涨，使得企业享受一段超额收益。很多时候，甚至生产企业也不能了解到具体的库存情况，无法分辨需求的真实性。

图5 化工品的涨价阶段(数字为阶段涨幅) 20050101-20081101



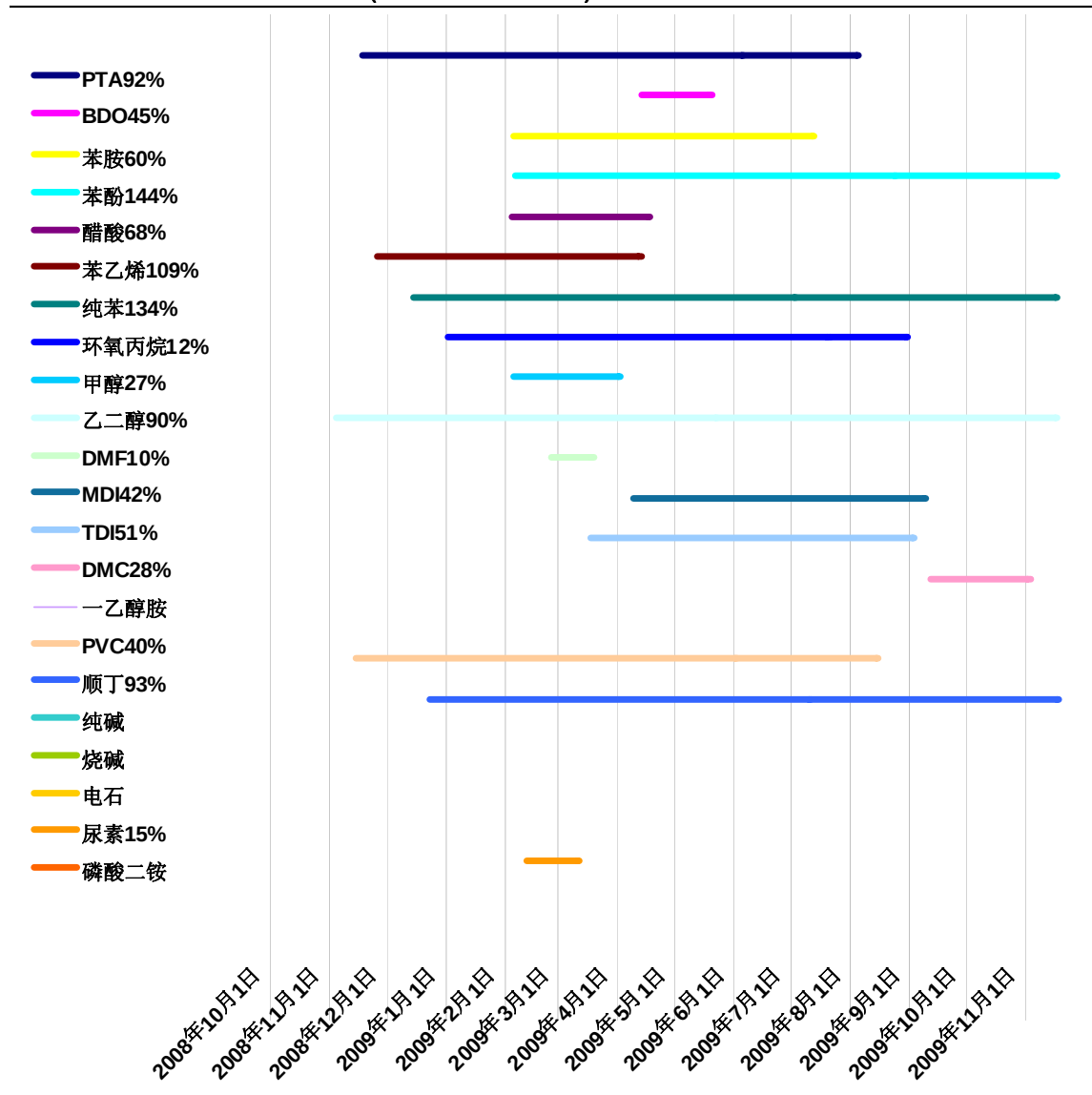
数据来源：化工在线

观察这一轮化工产品涨价的情况，之前的逻辑仍然有效。涨的早的品种有 PTA、苯乙烯、纯苯、乙二醇、PVC、顺丁橡胶，涨幅分别是 92%、109%、134%、40%、93%。PTA、苯乙烯、乙二醇、顺丁橡胶都是依赖进口，与原油有关。纯苯和 PVC 也是受油价带动。接下来有一批化工品是在春节以后上涨，包括苯胺、苯酚、醋酸、甲醇、尿素，明显是补库存造成的，其中醋酸、甲醇和尿素涨幅小持续时间短，苯胺苯酚有苯的成本滞后传导支持，涨幅大持续时间长。无机产品由于缺少成本推动的因素，价格迟迟没有起色。

上图中红色竖线表示的是 2007 年十月底，原油价格在 80 美元的时点，与我们现在

所得的时点接近。可以看到，在红线以后，还有继续涨价能力的产品有成本与原油直接挂钩的苯、顺丁橡胶和环氧乙烷，甲醇或许还有第二轮涨价。一乙醇胺上一次在这里开始涨价，今年还没有表现，因此值得期待。无机化工品将迎来涨价的机会。尿素的逻辑更强，即原油涨价到天然气涨价有一定滞后，当天燃气价格跟上以后，国际市场的尿素价格上涨，国内尿素价格跟随。

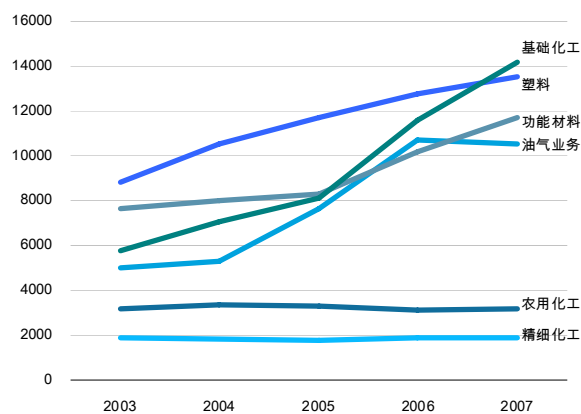
图6 化工品的涨价阶段(数字为阶段涨幅) 20081001-20091119



数据来源：化工在线

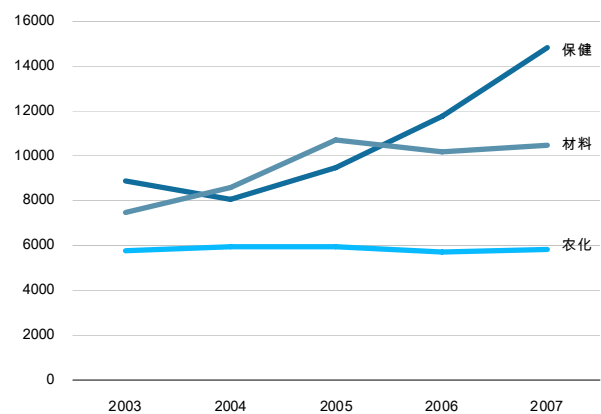
拜耳、巴斯夫、法国液空和加拿大钾肥是道琼斯巨型化工指数四大成分股，它们的主要业务涉及塑料、基础化工、精细化工、化肥、材料、农药、工业气体等多方面，其中收入增长较快的有基础化工、功能材料、健康保健、钾肥等业务，这些业务支撑了公司的业绩增长，为股价跑赢大市提供了业绩保障。

图7 BASF分业务收入



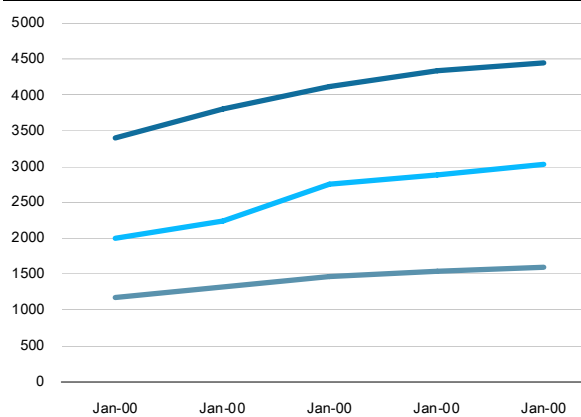
数据来源：BASF ANNUAL REPORT

图8 BAYER分业务收入



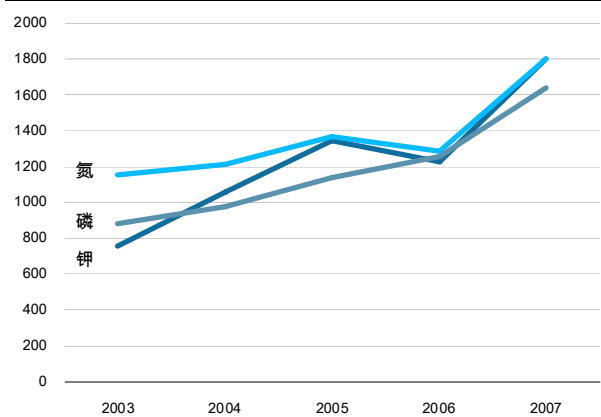
数据来源：BAYER ANNUAL REPORT

图9 L'air liquide 分业务收入



数据来源：L'air liquide S.A. ANNUAL REPORT

图10 PCS分业务收入



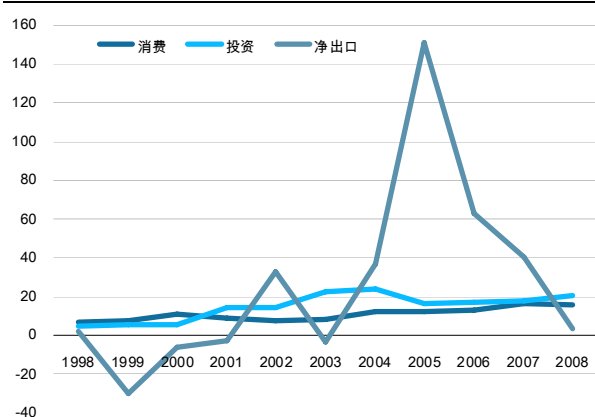
数据来源：PCS ANNUAL REPORT

出口和投资

2008 年底，最乐观的预测也没有想到中国 GDP 增速能超过 8%。直到温总理在全国人大提出“保八”目标后，大家还在猜测“保八”的种种路径。时至今日，宏观经济全面复苏，全国人民欢欣鼓舞，对于全年 GDP 的预测不断向上修正。

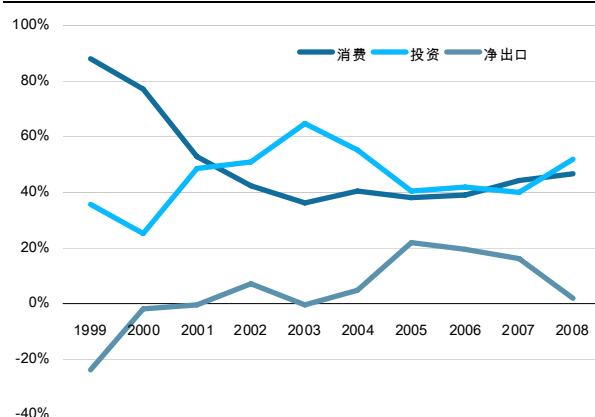
以支出法来考察 GDP，出口是最不稳定的。最近五年，消费增速平均为 14%，正负 3%；投资增速平均 20%，正负 4%，唯有净出口波动范围最大，2005-2007 年是出口最好的三年。即使这样，净出口占当年 GDP 增量最多只有 20%。2008 年，净出口同比只有 3% 增长，在 GDP 增量的占比下滑了 14 个百分点，这一部分主要被投资补占。

图11 GDP支出法三项增速 —— 出口最不稳定



数据来源: WIND

图12 GDP支出法三项增量占比 —— 投资出口此消彼长



数据来源: WIND

在一系列鼓励消费的政策出台以后, 2009 年前三季度社会消费品零售总额同比增 15.1%, 其中家具类增长 32.3%, 汽车类增长 24.5%。汽车和房地产相关的消费超过预期, 但消费将成为我国未来经济增长的长期动力, 但其增速具有一定的稳定和刚性, 很难带来惊喜。

前三季度固定资产投资同比增长 33.4%, 增速明显超过前两年。其中铁路运输业增长 87.5%, 道路运输业增长 50.7%, 房地产同比增长 17.7%。投资的快速增长与国家四万亿计划密切相关, 其背后还有前三季度 8.7 万亿新增贷款作支撑, 未来货币政策很难再比现在在宽松, 因此投资增速可能会下降。

因此, 出口是明年唯一可能出现惊喜的部分。今年前 3 季度, 在出口商品中, 主要劳动密集型产品出口降幅普遍较小。其中服装及衣着附件出口 785.4 亿美元, 下降 10.2%; 纺织纱线及织物出口 431 亿美元, 下降 13.7%; 鞋类出口 208.9 亿美元, 下降 5.6%; 家具出口 177.3 亿美元, 下降 8.5%, 同比降幅均小于同期总体出口降幅 21.3% 的水平。

图13 前三季度固定资产投资同比增33.4%

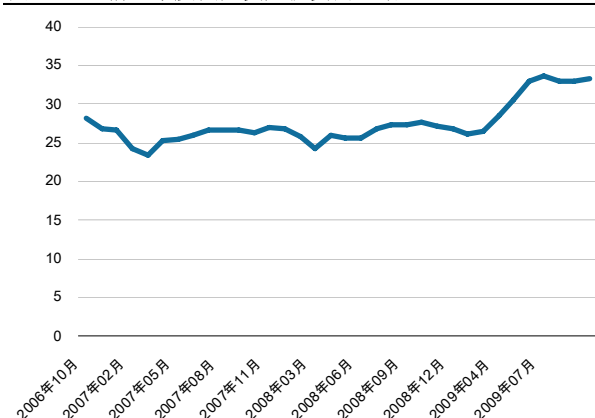
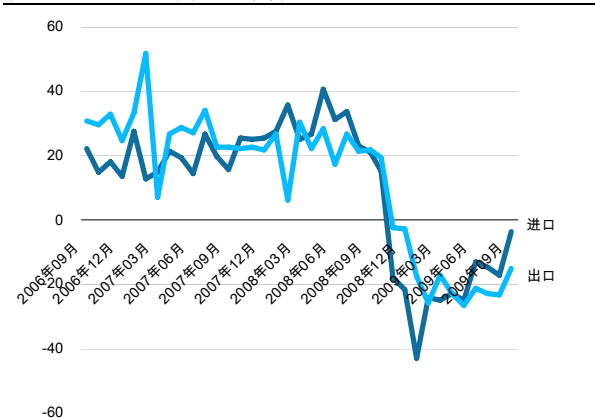


图14 进出口同比还未转正



2009 年, 我国直接出口的化工产品中主要有纯碱、化肥、工业丝、对二甲苯等, 与 2008 年同期相比, 尿素出口数量同比下降 77%, 金额同比下降 82%; 纯碱数量同比增加 18%, 金额同比下降 14%; 二铵数量同比增加 20%, 金额同比下降 38%; 聚酯高强度纱数量同比下降 29%, 金额同比下降 39%。合成纤维长丝纱线数量下降 28%, 金额下降 42%。三聚氰胺数量下降 25%, 金额下降 45%。对二甲苯数量下降 22%, 金额下降 45%。另外, 氨纶数量同比下降 33%, 金额下降 50%, 甲醇 2008 年 1-7 月出口 1.7 亿美元, 2009 年同

期出口金额仅为72万美元。

表1 2009年1-7月出口较多的产品

分类	品种	累计金额 (万美元)	累计数量 (吨)
无机及化肥	尿素	24,640	879,646
	碳酸钠 (纯碱)	27,563	1,463,017
	烧碱; 苛性钾; 过氧酸钠 (钾)	34,869	946,790
	矿物氮肥及化学氮肥	35,133	1,511,469
	磷酸氢二铵 (2007年启)	38,359	1,054,723
化纤	化纤长丝纺制的缝纫线	11,459	23,057
	非零售用聚酯高强力纱	12,237	68,014
	非零售用聚酯弹力丝	20,531	146,753
	非零售合成纤维长丝纱线	83,410	444,505
有机	其他丙烯酸酯 (2008年启)	3,082	8,794
	季戊四醇	3,581	27,840
	苯	3,598	57,968
	三聚氰胺 (蜜胺) +	7,049	64,264
	对二甲苯	17,495	195,732

数据来源：化工在线

表2 2008年1-7月出口较多的产品

分类	品种	累计金额 (万美元)	累计数量 (吨)
无机及化肥	矿物磷肥及化学磷肥	59,572	1,146,991
	磷酸二氢铵	62,249	873,325
	尿素	134,925	3,912,100
	复合肥与其它肥	143,955	2,261,754
	矿物氮肥及化学氮肥	152,638	4,697,780
化纤	氨纶纱线 (2007年启)	15,171	17,873
	非零售用聚酯高强力纱	20,075	95,841
	非零售用聚酯弹力丝	37,110	206,195
	非零售合成纤维长丝纱线	144,527	618,993
有机	季戊四醇	8,166	43,553
	马来酐	8,497	58,497
	三聚氰胺 (蜜胺)	12,739	85,973
	甲醇	16,694	340,325
	对二甲苯	31,390	249,846

数据来源：化工在线

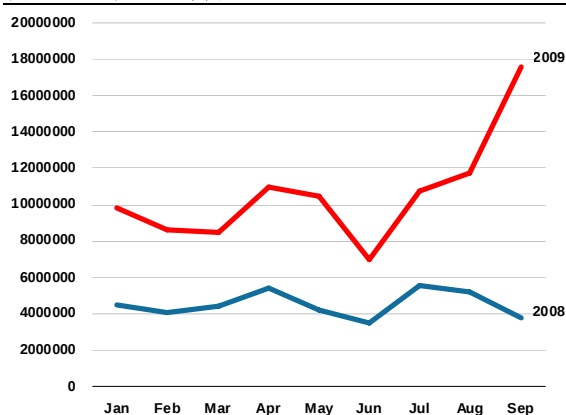
尿素、甲醇出口量下降较快主要是因为价格缘故，即这两个产品出口空间很大，但由于国外天然气化工成本较低，抢占了我国煤化工产品的市场。需要密切关注国际原油和天然气价格的变化，一旦国内外比价关系发生逆转，这两个产品出口增长的潜力很大。

氨纶是一种高档纺织原料，氨纶出口降幅大于服装服装整体出口降幅，我认为这是金融危机引发的“消费降级”的结果，然而这一过程只是“消费升级”大趋势下的一个小浪花而已，随着全球经济的缓慢复苏，尤其是欧美发达国家消费能力的复苏，氨纶出口增长值得期待。

一些精细化工品过去国内一直依赖进口，随着国内产能扩张，不但可以满足国内市

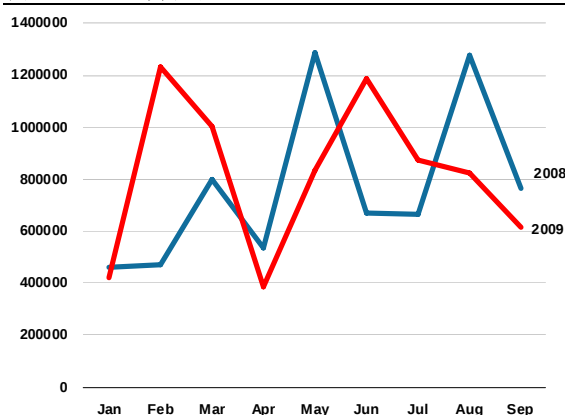
场，优势企业已经将目光扩大到全球市场。1-9 月份，我国出口 MDI9.5 万吨，同比增加 136%；出口 BDO0.79 万吨，同比增加 6%。

图15 聚合MDI单月出口量



数据来源：中国海关

图16 BDO单月出口量



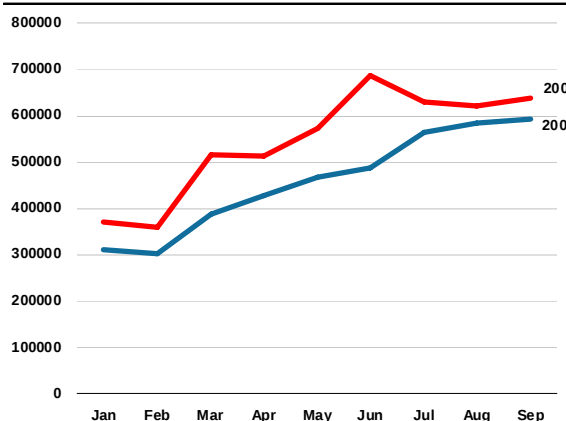
数据来源：中国海关

很多化工产品作为中间原料，不直接出口，但是下游产品的出口同样可以拉动对化工品的需求。

纺织服装是我国传统的出口产品。2009 年前 10 月纺织服装出口合计 1363 亿元，同比下降 11.62%。虽然单月出口仍有反复，但出口底部已经形成，这从外围经济数据和最近广交会成交数据可以验证，相关产品有化纤、染料、染料助剂。

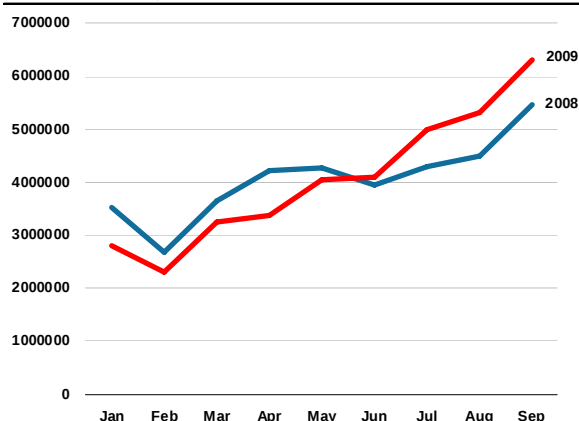
我国部分家电产品在国际市场占有份额。2009 年 1-9 月份，我国冰箱（海关编号 841810）出口 490 万台，同比增长 19%。电视机（海关编码 852872）出口 3652 万台，与去年同期基本持平，但是出口增速由负转正，增长态势突出。这些家电的出口，可以带动相关塑料产品、聚氨酯黑白料、冰箱制冷剂原材料的需求。未来，随着我国彩电业液晶面板自给率的提高，还能带动相关精细化工品的需求。

图17 冰箱单月出口量



数据来源：中国海关

图18 电视机单月出口量

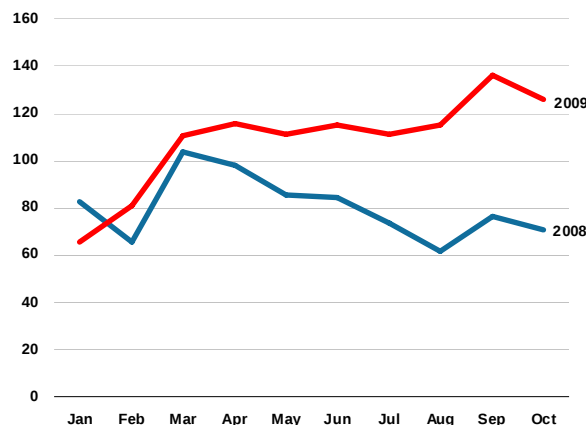


数据来源：中国海关

近期，商务部、发改委、工信部、财政部、海关总署和国家质量监督检验检疫总局等六部委联合发布了《关于促进我国汽车产品出口持续健康发展的意见》。意见指出，汽车及零部件出口从 2009 年到 2011 年力争实现年均增长 10%；到 2015 年，汽车和零部件出口达 850 亿美元，年均增长约 20%；到 2020 年实现汽车及零部件出口额占世界汽车产品贸易总额 10%。汽车出口能够带动的化工品主要有改性塑料、轮胎、纯碱、TDI、MDI

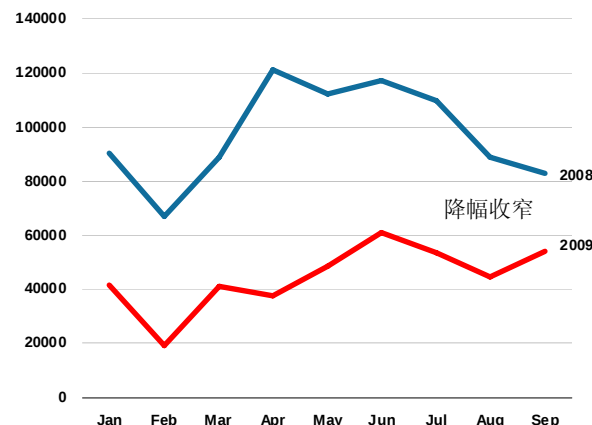
等。

图19 汽车单月产量



数据来源：WIND

图20 10座以下乘用车单月出口量



数据来源：中国海关

随着世界经济从衰退走向复苏，由于各国经济复苏进程不一，国际间的政策合作意愿减弱，协调难度加大，国际贸易摩擦加剧，国际贸易的环境越来越恶劣，反倾销反补贴调查增多，美国在中国入世以后第一次对中国实施“特保”措施。为了应对不利的外部环境，争取公正平等的国际贸易地位，我国也会对一些进口产品征收惩罚性关税。

化工行业是我国反倾销最集中的行业。我国对外发起反倾销的案例中，化工行业在数量上处于首位。涉及到的产品有聚酯薄膜、丙烯酸酯、二氯甲烷、聚苯乙烯、涤纶短纤维、聚酯切片、己内酰胺、聚氯乙烯、TDI、苯酚、MDI、乙醇胺、三氯甲烷、锦纶 6、66 长丝、氯丁橡胶、水合肼、三氯乙烯、双酚 A、DMC、己二酸、三元乙丙橡胶、呋喃酚、苯酐、环氧氯丙烷、BDO 等。

反倾销措施往往会对国内产品价格有提振作用。譬如 5 月份裁定 BDO 反倾销，国内 BDO 价格涨幅超过 30%；6 月底对尼龙 66 反倾销，尼龙 66 价格涨幅超过 20%。2009 年 1-7 月份，进口较多的产品有钛白粉、硫磺、钾肥、苯乙烯、乙二醇、对二甲苯、尼龙 6 等，其中钾肥、聚酯原料与民生关联度较大，被反倾销的可能性不大。

表3 2009年1-7月进口较多的产品

分类	产品品种	累计金额	累计数量	金额同比	数量同比
无机与化肥	钛白粉	28,745	130,814	-12%	-18%
	硫磺	44,746	7,682,528	-85%	34%
	矿物钾肥及化学钾肥	108,886	1,855,795	-12%	-37%
有机	苯乙烯	167,282	2,010,988	-34%	14%
	1,2-乙二醇	171,981	3,322,460	-54%	5%
	对二甲苯	205,236	2,281,397	-24%	8%
合成纤维	非零售用聚酯弹力丝	7,122	29,354	21%	15%
	聚酰胺-6（尼龙-6）纺制的氨纶线	13,847	62,440	-8%	20%
	非零售合成纤维长丝纱线	59,871	223,724	-18%	-12%

数据来源：化工在线

重点行业

化纤行业：景气至少能延续到明年年中

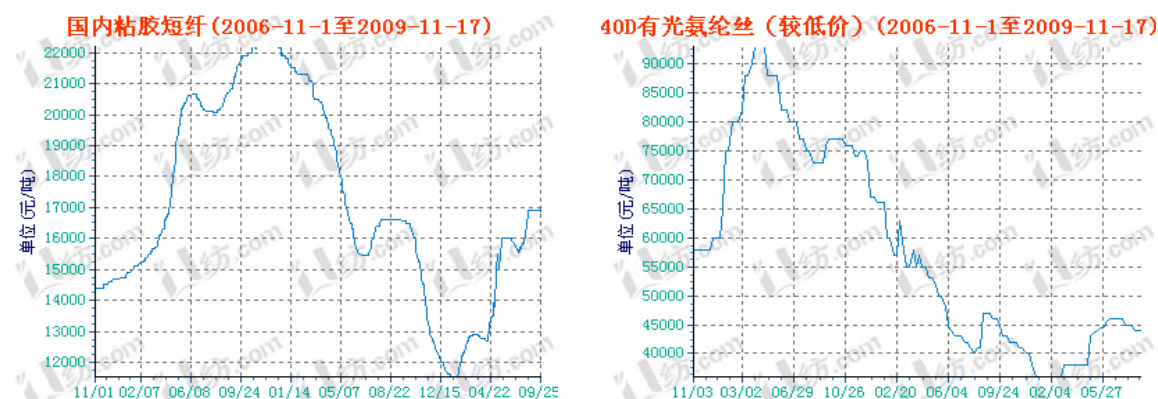
化纤板块中涉及的有涤纶、粘胶、氨纶、腈纶等，其中生产粘胶和氨纶的上市公司比较多。

化纤股价与相关产品的价格高度相关。2007 年一季度，氨纶价格见顶；2007 年底，粘胶价格见底。2008 年一年，产品价格差不多整整跌了一年，价格调整的幅度从高点计达到 50%，企业开始亏损。个股调整幅度远远超过大盘。

从 2008 年底开始，粘胶价格和氨纶价格触底反弹，比他们先行一步的是国内的棉花价格，之间的时滞大约是一个月。棉花价格与其他纤维价格有一定的比价效应，而上一轮棉花见顶的时间是在 2007 年 7 月份，介于氨纶与粘胶短纤之间。因此棉花的带动固然是价格的催化剂，行业内部存在支撑价格的坚实基础。

2009 年，粘胶短纤价格累计上涨超过 50%，氨纶价格超过 30%。四月份以后的上涨坚定了行业回暖的信心，春节以后，受补库存的推动，各种商品价格都有明显回升，但不能持续，而粘胶氨纶价格经过一个月盘整以后继续向上，而且是加速向上。相应的，上市公司的毛利率和盈利逐季提升。

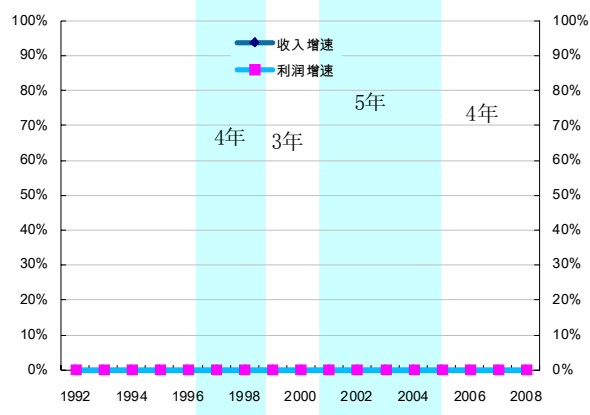
图21 粘胶短纤、氨纶价格



数据来源：第一纺织网

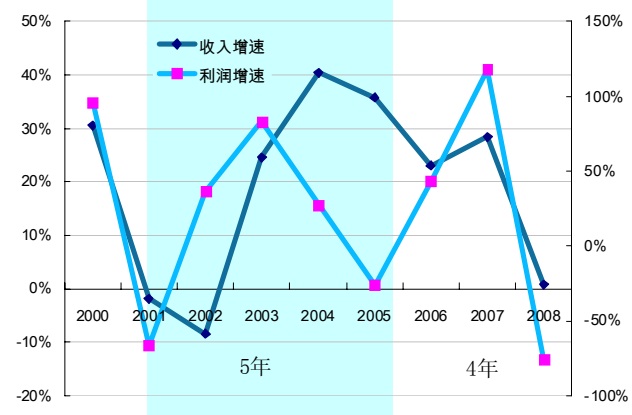
化纤行业是典型的周期性行业。由于化纤行业的下游是纺织服装行业，偏消费属性，它的周期独立于宏观经济周期。回顾化纤类上市公司、化纤行业、粘胶行业和氨纶行业的收入增速和利润增速，这种周期性是明显的、有规律的。平均来看，一个完整的周期，有一个顶点到下一个顶点的跨度是 4 年。而 2008 年底至 2009 年初这段时间是行业的一个底部已经确认，从这个起点出发，我们将迎来大约两年的景气周期。粘胶的下降周期相对较短，只有一年，保守的考虑上升周期可能也会相应的缩短，一直持续到明年年中是大概率事件。纵观化纤价格历史，趋势性非常明显，盘整的时间非常少，因此，2010 年，我们仍将看到化纤价格持续上涨，涨价将一直是明年化纤股上涨的催化剂。

图22 上市公司收入利润增速



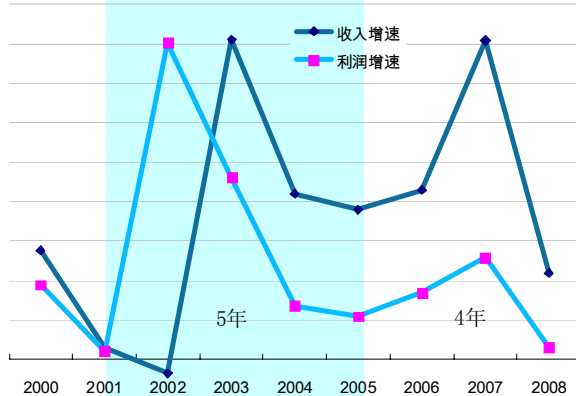
数据来源：Wind

图23 化纤行业收入和利润增速



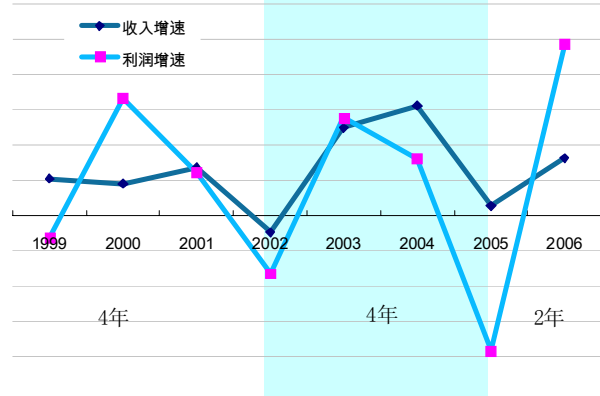
数据来源：统计局

图24 纤维素纤维 粘胶



数据来源：统计局

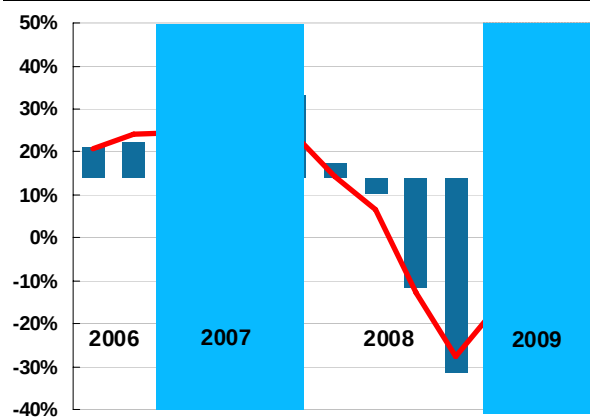
图25 其他合成纤维 氨纶



数据来源：统计局

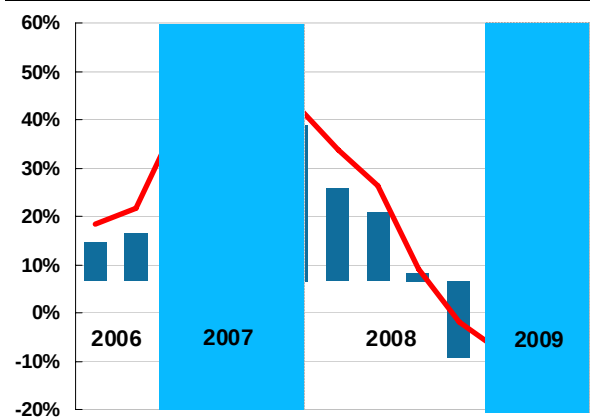
从上市公司单季度数据可以看到，经历了两个季度的底部，公司毛利率和净利润由正负转正，澳洋科技毛利率甚至一度超过了2007年的水平，华峰氨纶单季度毛利率接近30%。单季度盈利大约是2007年景气高点的一半。

图26 澳洋科技单季毛利率和单季营业利润



数据来源：WIND

图27 华峰氨纶单季度毛利率和单季营业利润

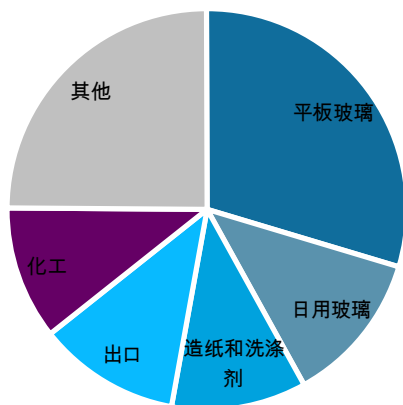


数据来源：WIND

纯碱行业：反弹一定会来，估值不便宜

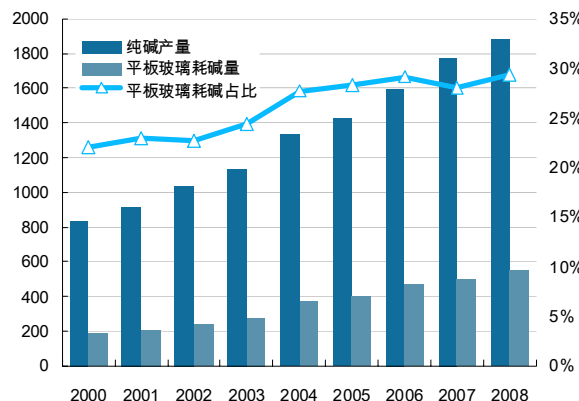
纯碱是基础化工品，最大的下游行业是玻璃行业，主要是玻璃行业，其中以平板玻璃为主。据统计，每年有 30% 的纯碱用于平板玻璃的生产。平板玻璃即是联系房地产和纯碱两个行业的纽带。

图28 三分之一的纯碱用于生产平板玻璃



数据来源：东北证券

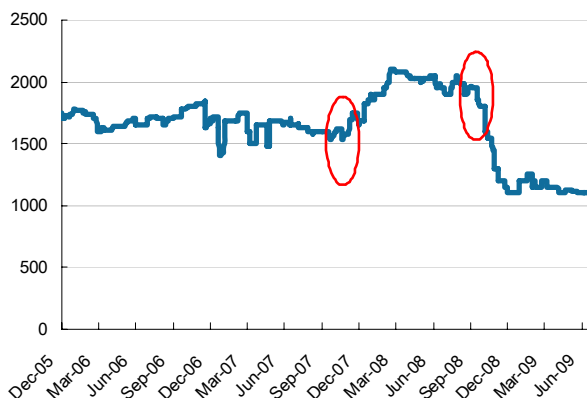
图29 三分之一的纯碱用于生产平板玻璃



数据来源：统计局

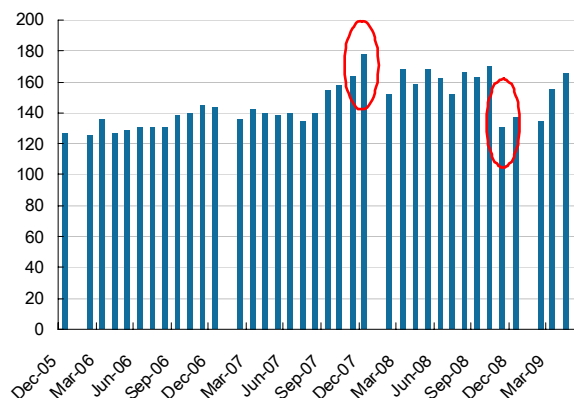
纯碱价格与纯碱产量基本同步。2007-2008 年纯碱牛市中，纯碱价格从 2008 年 1 月份开始上涨，纯碱产量在 2007 年 12 月份创下月度新高，在下行阶段，纯碱价格在 2008 年 10 月底开始下跌，而 2008 年 11 月纯碱产量 131 万吨，接近 2006 年来历史最低水平，环比下降 23%。

图30 纯碱价格（2006-2009）



数据来源：化工在线

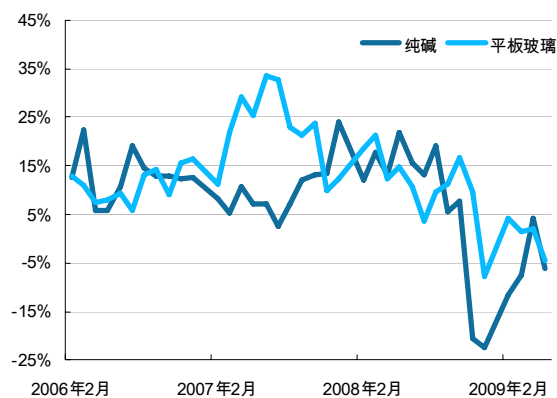
图31 纯碱月度产量（2006-2009）



数据来源：Wind

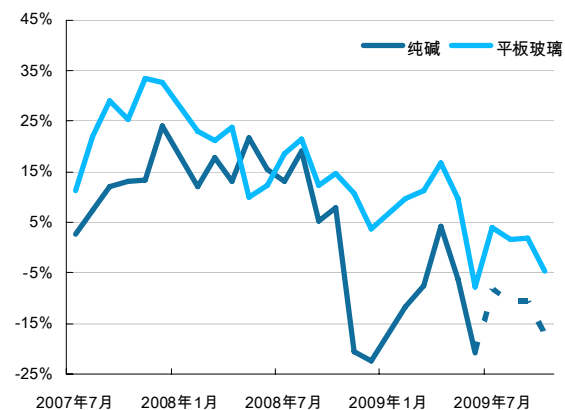
纯碱的产量与平板玻璃产量关联度较高，一般有 5 个月左右的时滞，经调整（将平板玻璃数据沿时间轴平移 5 个月）后显示出明显的一致性。

图32 纯碱产量增速和平板玻璃产量增速



数据来源：Wind

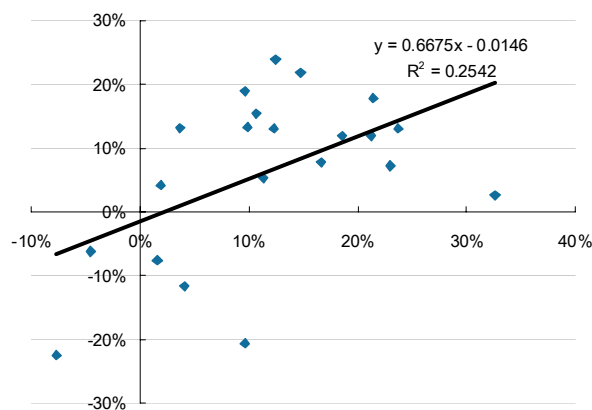
图33 纯碱产量增速和平板玻璃产量增速（经调整）



数据来源：Wind

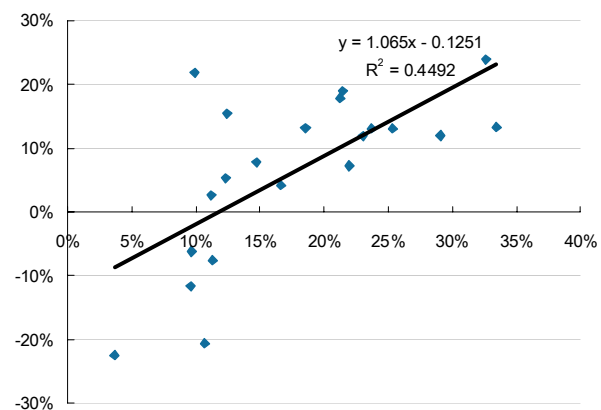
通过对散点图做回归分析，调整后的 R^2 大幅度提高。调整之前的 R^2 是 0.25，调整之后增加到 0.45。

图34 纯碱产量增速和平板玻璃产量增速的散点图



数据来源：Wind

图35 经调整的散点图



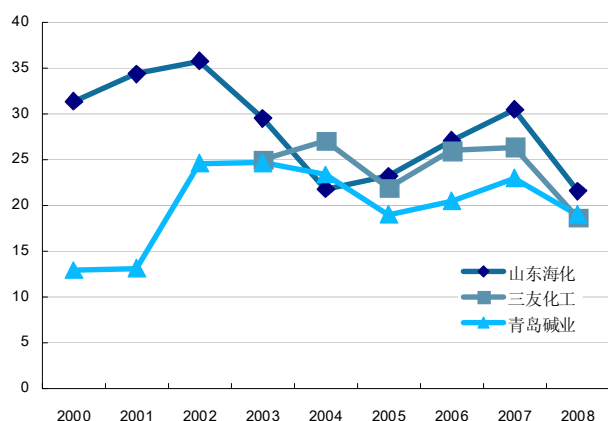
数据来源：Wind

今年以来，纯碱价格一直在低位徘徊。纯碱不以原油为原材料，因此没有经历部分有机化工品成本推动型的涨价。纯碱行业也没有经历去库存化后的价格反弹，我们认为这是因为行业内库存太大。

以主要原材料价格为参数，根据模型估算，临海氨碱法企业的生产成本大约为 1100 元/吨，而纯碱含税价格为 1100 元/吨，即使不考虑各种费用，纯碱毛利率-20%。

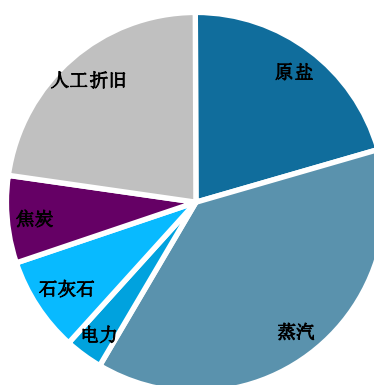
历史上，纯碱企业一直有比较高的毛利率。历史上，三家氨碱法纯碱企业的纯碱都在 20%以上，纯碱产品是一个盈利能力比较好的化工品。

图36 纯碱毛利率



数据来源: Wind

图37 氨碱法成本构成



数据来源: 东北证券

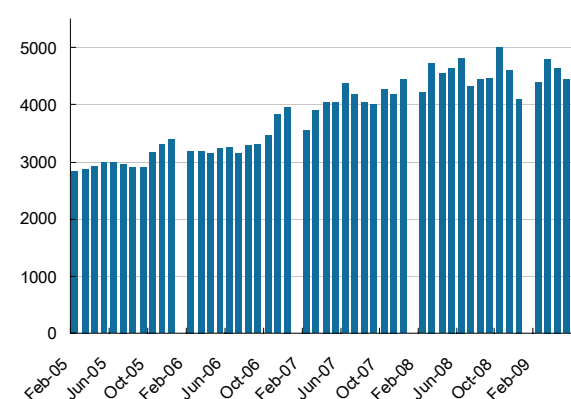
纯碱行业集中度高。前十家企业的产量超过总产量的 50%。龙头企业对行业有一定的控制力。

纯碱行业产能过剩情况并不严重。按中国纯碱协会统计,截止到 2008 年底,我国纯碱产能 2100 万吨,即使按比较高的估计,全国产能 2400 万吨,相对于去年 1800 万吨产能,过剩的比例在化工行业中并不是特别严重。

下游需求中,前 5 个月,玻璃产量与去年同期基本持平;出口同比增长 44%;造纸增长 3%;合成洗涤剂产量同比持平。

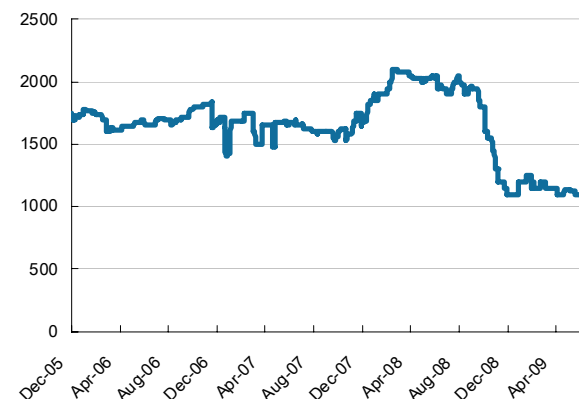
我们认为人工和折旧成本相对较大可能是目前纯碱行业保持较高开工率,压制价格反弹的主要因素,目前的纯碱价格与付现成本只有不到 10%的差距,价格继续下跌的可能性不大。未来行业复苏以后有望回到 1500 元/吨。

图38 平板玻璃月度产量



数据来源: Wind

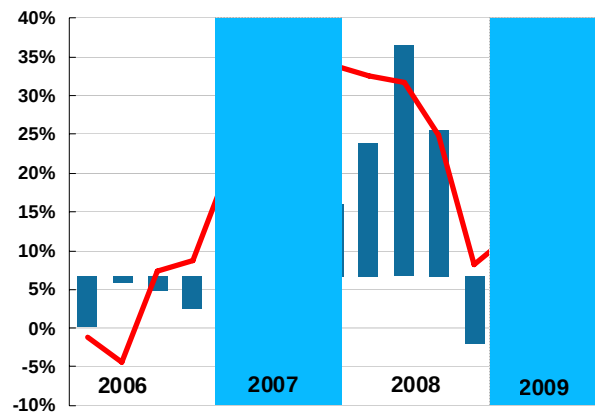
图39 纯碱价格



数据来源: 化工在线

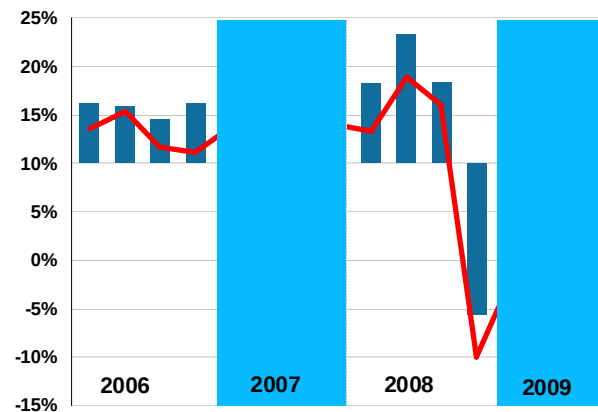
双环科技和山东海化分别是联碱法和氨碱法的典型纯碱企业。考虑到山东海化在 2009 年计提了大量的资产减值准备导致巨亏,纯碱行业跟随宏观经济缓慢复苏,但是速度很慢。尽管 2008 年的疯狂在目前来看有些遥不可及,但是恢复 2007 年的盈利水平值得期待。同时对比两家公司的净利润可以看到,双环科技的业绩弹性要大于山东海化。历史上,这两家公司连续四个季度最高的业绩是 0.6 元。

图40 双环科技单季毛利率和单季营业利润



数据来源：WIND

图41 山东海化单季度毛利和单季营业利润



数据来源：WIND

2009年三季度计提了资产减值准备

PVC 行业：涨价，但供给和需求都已发生变化

根据上一轮的涨价经验，PVC 价格对于原油是强跟随的、弱弹性的。所谓强跟随是指，成本推动明显，价格敏感，PVC 价格从 2006 年初开始上涨，一直持续到 2008 年七八月份，几乎与原油同期见顶。弱弹性是指同期无论是上涨幅度还是下跌幅度都会小于原油。

上一轮在原油价格突破 80 美元后 PVC 价格就已经超过了 7000 元/吨，目前原油在 80 美元附近震荡整理，PVC 价格仍在 7000 元下方。本轮 PVC 从底部最大涨幅为 40%，涨幅并不算大，现价仍处于历史低位。

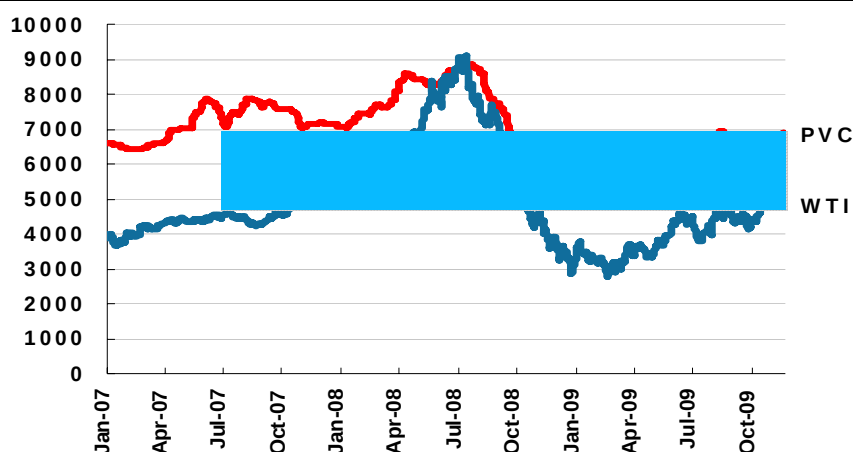
产生这种差异有供给和需求两个原因。

供给方面，主要是低成本地区，主要是西北地区 PVC 供给增加。PVC 产品同质化程度高，生产工艺成熟，成本差别主要来自原料差异，也是企业之间重要竞争指标，市场价格由最后一个也是最大一个边际成本决定。2007 年以来，我国 PVC 新增产能主要集中在新疆、四川、内蒙、山西、河南等中西部省区，这些新装置一般都是低成本装置，因此这些新装置投产拉低了平均成本。

需求方面，作为 PVC 最大的下游，累积新开工面积增速直到今年 10 月份才由负转正，PVC 管材和型材主要在房地产项目建设的中后期使用，因此 PVC 需求量离高峰还有一定距离。

因此，尽管对比历史和目前的 PVC 和原油价格关系 PVC 价格有 5%-10% 的低估，但是结合供给和需求两方面因素，这样的低估是合理的。但是 PVC 强跟随的特性使得它仍然是明年通胀行情中重要标的。

图 42 PVC 价格

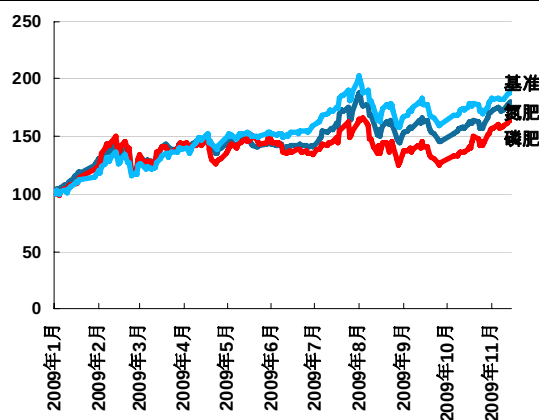


数据来源：化工在线

化肥行业：重申季节性机会

化肥（氮、磷）板块今年的表现弱于大盘和行业指数，这在去年策略报告时意想不到的。化工产品主要是中游产品，当时外围经济一片萧条，市场对政府稳定经济能力不确定的情况下，对下游需求的复苏没有信心，化肥板块被普遍看好。因为化肥主要用于农业生产，需求刚性强，业绩相对有保证。然而，随着补库存、宏观经济回暖，房地产汽车热销，几大主要下游快速复苏或者是复苏预期明确。化肥板块逐渐被边缘化。然而更重要的原因是，春耕以后，化肥价格即掉头向下，并且创下 2008 年以来的新低，尽管化肥价格有季节性，但相比其他化工产品逐步反弹，尿素、磷酸二铵如此走势确实是令人始料不及。

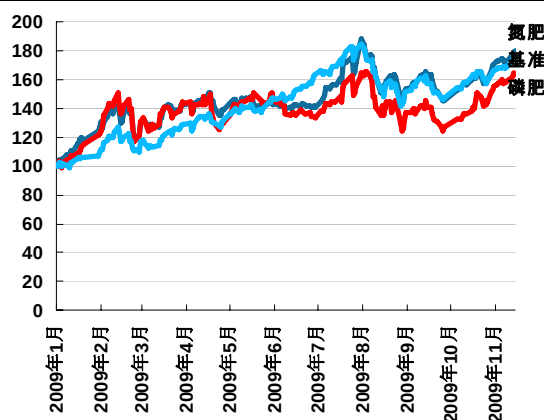
图 43 氮肥磷肥指数落后行业指数



数据来源：WIND

基准是申万化工指数

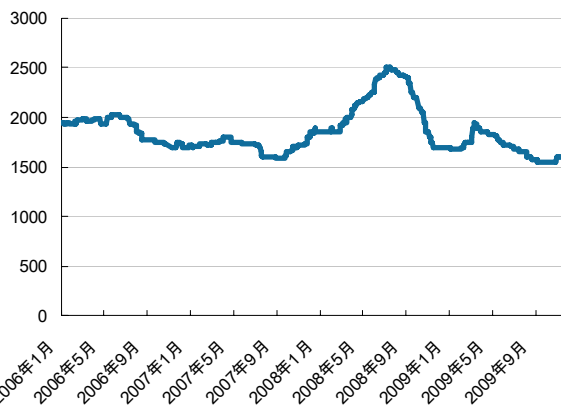
图 44 氮肥同步上证指数



数据来源：WIND

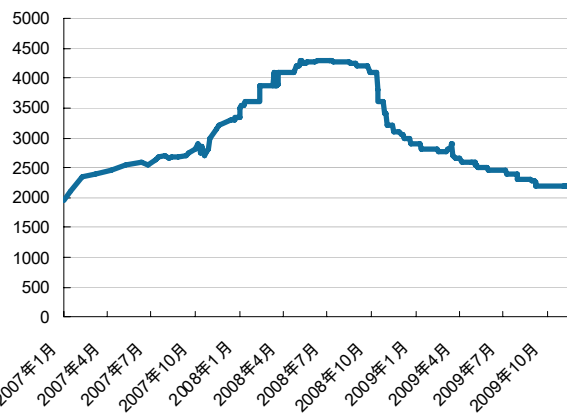
基准是上证指数

图45 尿素价格



数据来源：化工在线

图46 磷酸二铵价格



数据来源：化工在线

重申四季度策略中提到的化肥板块季节性机会，即春耕行情。

表 4 农用化工品子行业一月份收益率（2004-2009）

	氮肥	磷肥	农药	上证
2004	5.0828	7.8764	9.2975	5.2284
2005	-8.342	-8.7421	-8.6617	-6.4289
2006	11.6488	7.3471	11.6124	7.538
2007	29.9976	20.1453	36.2198	8.5193
2008	3.2559	4.032	4.3045	-17.433
2009	21.0567	19.7154	20.5277	8.6064

数据来源：wind

重点公司

浙江龙盛

- 行业集中度高。特别是分散染料领域，前三家占据 70% 市场份额，公司占有 20% 以上市场份额。
- 产业链控制力强。自产染料重要中间体间苯二胺（市场份额 70% 以上），增强了行业内的话语权。中间体涨价将推动全行业成本上升。

华鲁恒升

- 行业性机会。前面已经提到，我们认为 2010 年春季尿素涨价概率很大。醋酸和 DMF 价格都处于地位，风险收益比高。
- 成本优势。公司今年的发展路径是以优势煤气化技术为基础，使成本和规模相互促进，所处行业的容量为公司提供了巨大的成长空间。

金发科技

- 成本加成法的定价模式。相对固定的毛利率，在原材料涨价的情况下，绝对单位盈利有上升的趋势。
- 下游电视机和汽车行业发展空间巨大。汽车以塑代钢减少自重是大势所趋。

中泰化学

- PVC 产品价格的弹性和跟随性。
- 新疆地区大发展的机会。公司已经成为自治区化工行业的龙头企业。

天茂集团

- 甲醇价格有暴发性可能。从历史上来看，甲醇产量和甲醇价格都是波动非常大的，甲醇价格对二甲醚价格的推动非常刚性。
- 天然气涨价的趋势将提高液化气的性价比，拉动二甲醚的掺烧需求。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。