

[2009.12.02]

复苏在望，景气提升估值

——2010 年基础化工投资策略

✍ 魏涛

☎ 0755-23976212

✉ weitao@gtjas.com

- 2010年宏观经济将继续复苏，拉动化工行业景气上升，建议增持化工股。

本报告导读：

投资要点：

- 目前化工行业的复苏仍处在浅层状态，从产能利用率及盈利能力来看，产能过剩、开工不足的现象存在于一些子行业中，很多产品盈利能力也未恢复到正常水平，但无需疑问的是化工行业正在复苏中。
- 2010 年我国经济将维持较快增长，地产、汽车等行业将继续火爆。作为中游制造业，2009 年化工行业复苏程度显然落后于下游消费品，这主要在于复苏传导需要时间以及行业产能总体过剩。2010 年在内外需回升的拉动下，化工行业景气有望进入新一轮稳步上升期，产品价格也将进入上升周期。
- 从我们重点跟踪的优质公司来看，这些公司 2010 年 PE 估值在 17—25 倍，仍属于合理水平。历史经验表明化工股在行业景气上升阶段 PE 水平也会提升，能够享受估值溢价。2010 年国内外宏观经济的继续恢复带动化工行业继续复苏，化工股的估值水平仍有提升空间。
- 具备低成本快速扩张能力，高性价比产品，及一定品牌优势的企业将在经济复苏阶段获得快速发展。改性塑料、炭黑、聚醚下游主要为家电、汽车，自身行业符合以上特征，其中优势企业具备低成本扩张的能力，2010 年值得重点关注。
- 稀缺资源、技术壁垒、成本优势、领先服务、低碳&新能源是永恒的投资主题，此类公司竞争优势突出，差异化程度高，周期性相对较弱，盈利稳定性更强，成长性更快，行业产能、供需和开工情况相对更好，在化工这个传统的周期性行业中理应享受更高的估值。
- 下游的淡旺季及农化行业自身的季节性特点使化工行业投资也形成了季节性特征，把握淡旺季能让投资效率更高，节约时间成本。上半年的春耕带来化肥、农药需求旺盛和价格上涨；二、三季度家电、纺织、建筑等行业进入旺季，带动相关原材料量增价涨；四季度化肥淡储、枯水期磷化工品涨价给化肥、磷化工带来投资机会。
- 公司方面，推荐烟台万华、黑猫股份、华鲁恒升、华昌化工、盐湖钾肥、红宝丽、兴发集团、浙江龙盛、金发科技、双环科技。重点关注江苏国泰、新安股份、云天化、德美化工、三友化工。

细分行业评级

有机品	增持
化肥	增持
精细与专用化学品	增持
日用化学品	增持
氯碱	中性
无机品	中性
农用药剂	增持
塑料制品	增持
橡胶制品	中性

重点公司评级

烟台万华	增持
黑猫股份	增持
江苏国泰	谨慎增持
红宝丽	增持
盐湖钾肥	增持
华鲁恒升	增持
兴发集团	谨慎增持
冠农股份	谨慎增持
新安股份	谨慎增持
云天化	谨慎增持
浙江龙盛	增持
金发科技	谨慎增持
德美化工	谨慎增持
利尔化学	中性

关注公司评级

华昌化工	增持
联化科技	中性
久联发展	谨慎增持
双环科技	谨慎增持
三友化工	谨慎增持

相关报告

浅层复苏下的攻守兼备

(09.09.30)

需求潮起潮落，防守尔后反攻

(09.06.15)

打破均衡状态的突破点

(08.11.26)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1. 经济复苏拉动化工行业景气向上	3
1.1. 化工行业稳步复苏中.....	3
1.2. 宏观经济向好引导 2010 年行业继续复苏.....	4
2. 景气上升中，估值仍有空间	5
2.1. 化工上市公司盈利恢复中.....	5
2.2. 复苏预期下估值仍有提升空间.....	6
3. 2010 年投资策略.....	7
3.1. 行业周期底部复苏，“增持”评级.....	7
3.2. 复苏期低成本快速扩张公司有望快速发展.....	8
3.3. 把握淡旺季投资序列.....	9
4. 部分子行业投资策略	10
4.1. 化肥	10
4.2. 聚氨酯	12
4.3. 炭黑	13
4.4. 磷化工	15
4.5. 纯碱	16

附表：重点公司评级及国际公司估值

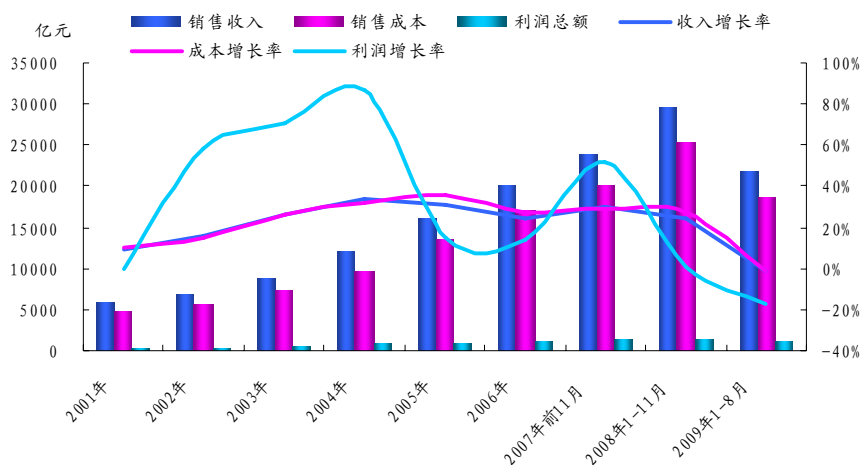
1. 经济复苏拉动化工行业景气向上

1.1. 化工行业稳步复苏中

2009 年化工行业从冰点中逐渐复苏，产品价格从非理性超跌到反弹、震荡，然后趋于平稳；需求也随着经济的恢复逐步回升。目前化工行业的复苏仍处在浅层状态，从产能利用率及盈利能力来看，产能过剩、开工不足的现象存在于一些子行业中，很多产品盈利能力也未恢复到正常水平，但无需疑问的是化工行业正在复苏中。

今年前 8 个月化学原料及制品行业收入和主营成本与去年同期基本持平，虽然利润总额同比下降 16.84%，但相比今年 2 月份同比下降 49.3%，5 月份同比下降 25.36%来看，降幅正在稳步收窄。

图 1：化工原料和化学制品行业收入、成本、利润及增长率



数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券

从部分大宗化工品产量来看，9 月份的累计同比增幅普遍高于 7 月份的增幅；且下半年以来月度产量保持稳中有升，显示对化工品的需求处于回升过程中。

表 1：2008、2009 年 1-7 月我国部分化工品产量及增速

单位：万吨

产品	1-7 月累计产量			产品	1-9 月累计产量		
	2008	2009	同比		2008	2009	同比
磷矿石	3097	3224	4.1%	磷矿石	4017.5	4307.5	7.20%
合成氨	2948	2979	1.0%	合成氨	3761.4	3824.7	1.70%
化肥	3430	3787	10.4%	化肥	4438.7	4948.2	11.50%
农药	123	134	9.3%	农药	152.1	168.5	10.80%
烧碱	1128	1093	-3.1%	烧碱	1426.7	1431.4	0.30%
纯碱	1091	1058	-3.0%	纯碱	1414.5	1390.4	-1.70%
电石	898	803	-10.6%	电石	1140.8	1094.3	-4.10%
纯苯	249	249	0.2%	纯苯	323.5	333.6	3.10%
甲醇	659	591	-10.4%	甲醇	848.6	803.2	-5.30%
PVC	531	507	-4.4%	PVC	666.4	671.1	0.70%

合成橡胶	145	150	3.1%	合成橡胶	191.2	201.8	5.50%
轮胎外胎	34844	36558	4.9%	轮胎外胎	42477.2	48140.4	13.30%

数据来源：石化工业协会、国泰君安证券

图 2：2008 年 10 月以来我国聚乙烯月产量

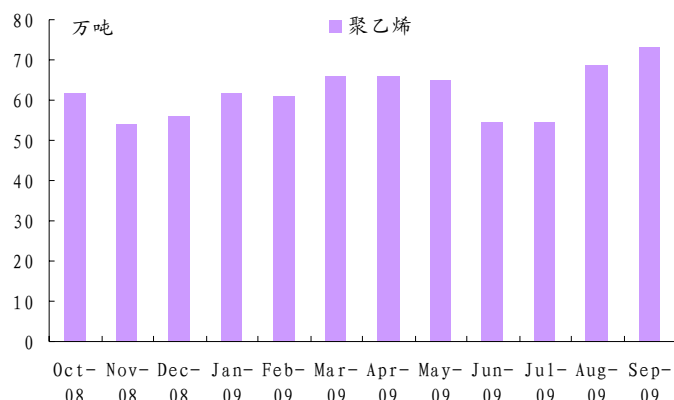


图 3：2008 年 10 月以来我国化肥月产量

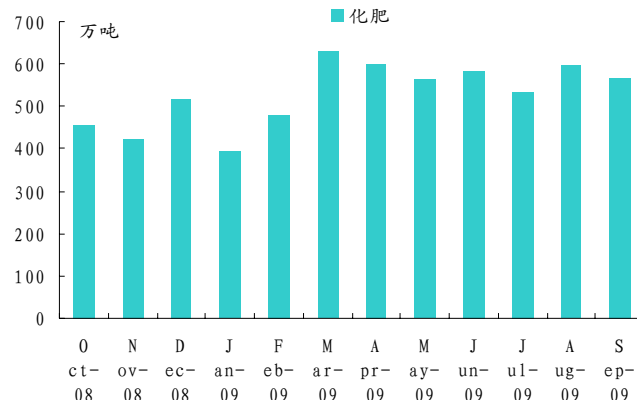


图 4：2008 年 10 月以来我国甲醇月产量

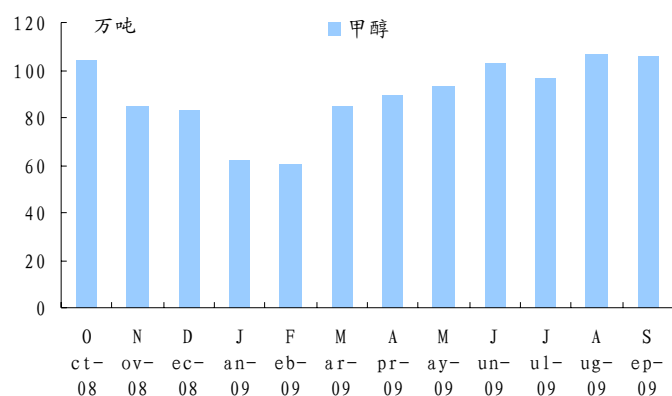
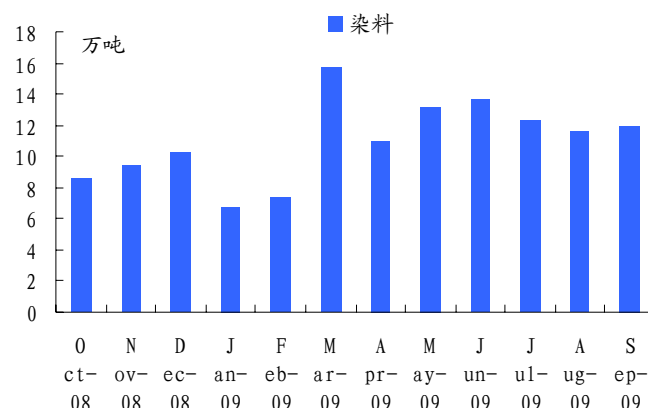


图 5：2008 年 10 月以来我国染料月产量



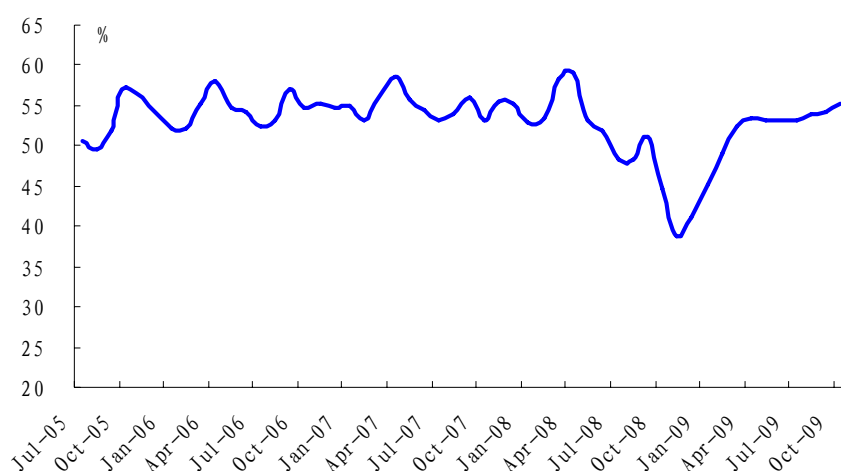
数据来源：石化工业协会、国泰君安证券

1.2. 宏观经济向好引导 2010 年行业继续复苏

2010 年我国经济将呈现前高后低的走势，但后低并非二次探底，而是经济将在政策刺激逐渐消退后阶段性理性回落，民间资金将接替政府投资，继续推动经济增长。地产、汽车、家电等消费将继续保持旺盛状态，其中房地产销售将呈现量升价涨的好局面，固定资产投资也将在民间、企业资金加大投入下维持高水平。

作为中游制造业，2009 年化工行业复苏程度显然落后于下游消费品，这主要在于复苏传导需要时间以及行业产能总体过剩。2010 年在内外需回升的拉动下，化工行业景气有望进入新一轮稳步上升期，产品价格也将进入上升周期。先行指标 PMI 指数也反映出需求仍在上升中，今年下半年 PMI 指数稳步上升，10 月份创出今年以来的新高。

图 6: PMI 指数持续反弹

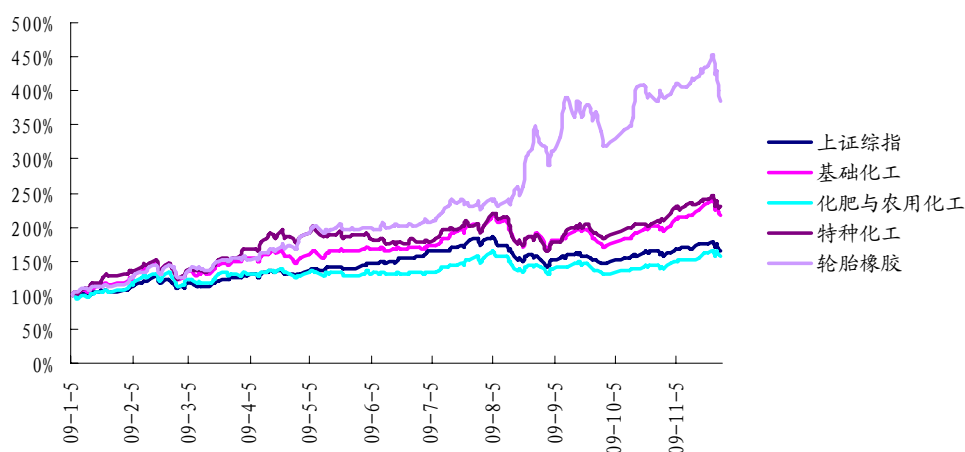


数据来源: Wind 资讯、国泰君安证券

2. 景气上升中，估值仍有空间

2.1. 化工上市公司盈利恢复中

图 7: 2009 年二季度以来上证综指和化工子行业指数涨幅对比



数据来源: Wind 资讯、国泰君安证券

我们对国泰君安基础化工行业 120 余家上市公司的统计结果显示，今年一季度实现扭亏为盈，二季度净利润环比增幅高达 211%，三季度由于氯碱、无机品亏损加大，而农药行业亏损，净利润环比出现下降。从毛利率来看，今年一、二季度毛利率已在很大程度上得到恢复，三季度保持了稳定。

表 2: A 股基础化工公司扣除非经常性损益后净利润

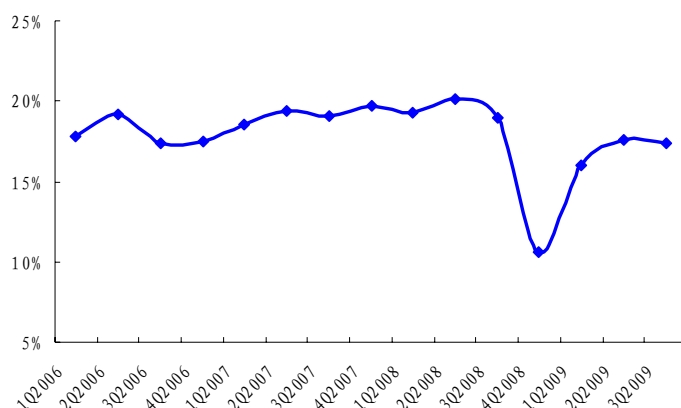
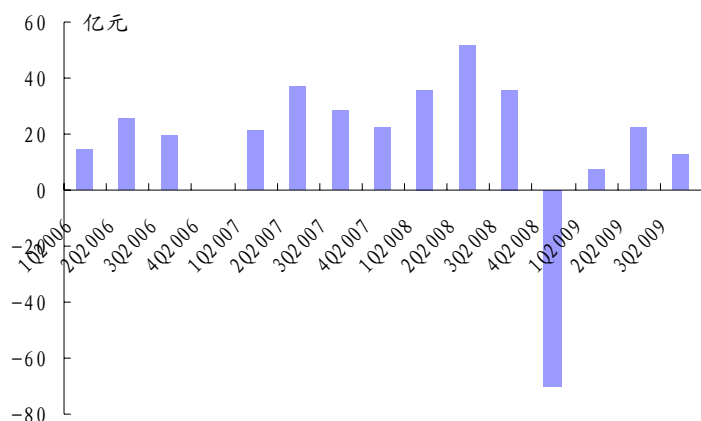
单位: 亿元

	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
基础化工	-70.22	7.24	22.43	12.90
化肥	-5.07	11.96	6.24	4.10
有机品	-4.05	-0.24	3.74	2.92

精细与专用化学品	-0.33	1.02	2.97	3.84
日用化学品	-0.69	-0.08	1.17	0.02
氯碱	-24.39	-3.68	-2.20	-4.79
无机品	-9.26	-3.67	-1.52	-3.56
橡胶制品	-11.45	0.02	5.19	5.07
农药	-3.17	1.04	1.62	-0.57
塑料制品	-11.82	0.86	5.23	5.87

图 8：2006 年以来基础化工板块季度净利润

图 9：2006 年以来基础化工板块季度毛利率



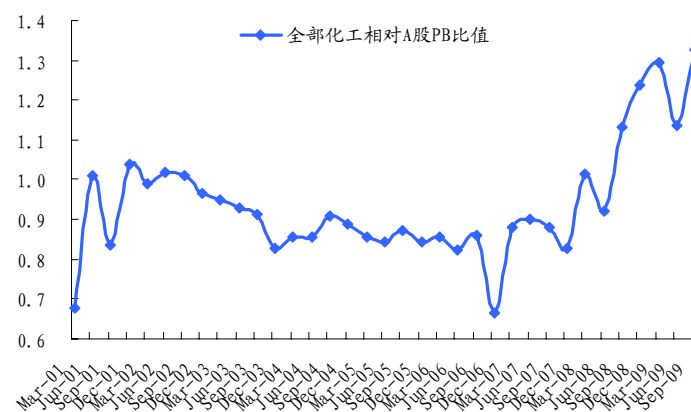
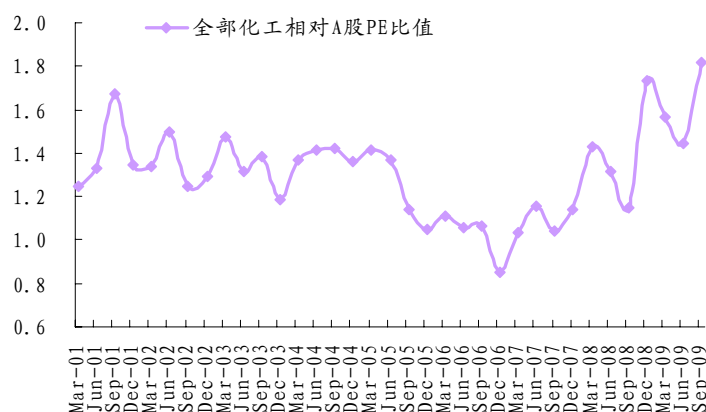
数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券

2.2. 复苏预期下估值仍有提升空间

化工股 PE 相对 A 股整体 PE 比值处于 2001 年以来的高位,主要是由于今年经济仍处于底部回升阶段,行业内微利公司较多,拉高了整体估值水平。从我们重点跟踪的优质公司来看,这些公司 2010 年 PE 估值在 17—25 倍,仍属于合理水平。历史经验表明化工股在行业景气上升阶段 PE 水平也会提升,能够享受估值溢价。2010 年国内外宏观经济的继续恢复带动化工行业继续复苏,化工股的估值水平仍有提升空间。

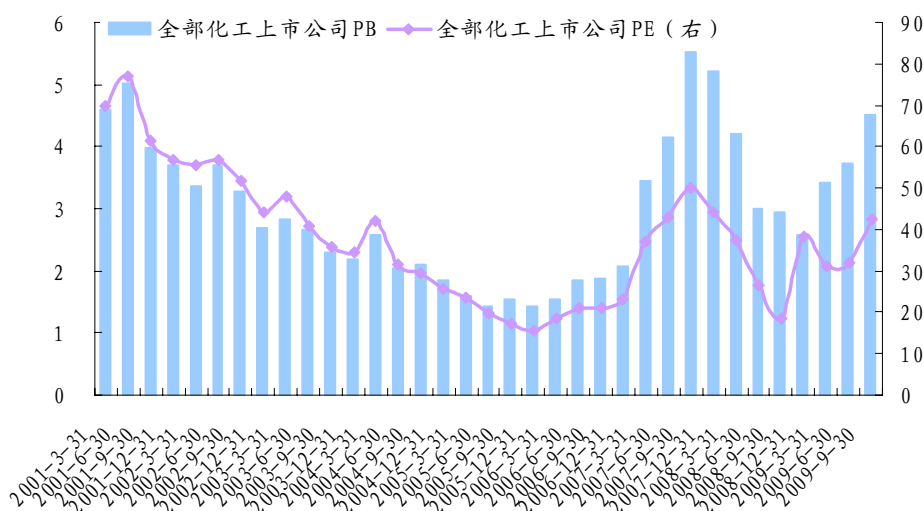
图 10：2001 年以来化工相对 A 股的 PE 比值

图 11：2001 年以来化工相对 A 股的 PB 比值



数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券

图 12：2001 年以来化工公司 PE 和 PB



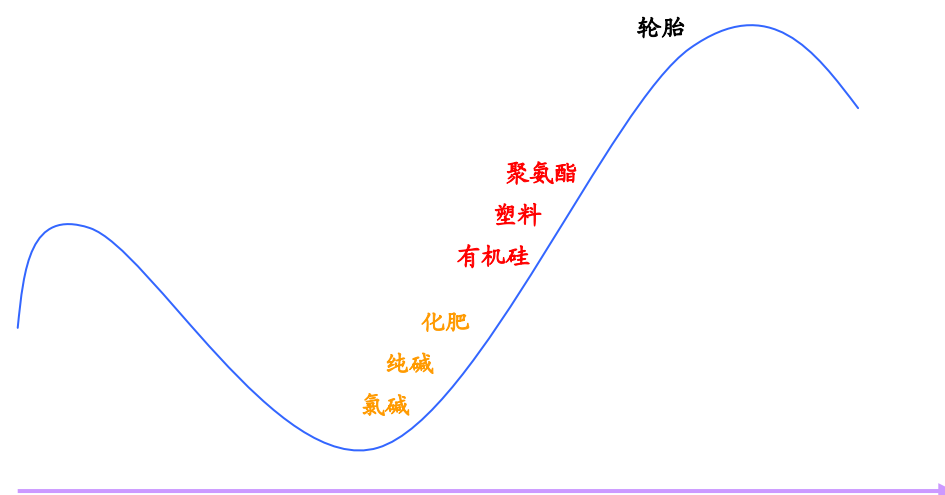
数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券

3. 2010 年投资策略

3.1. 行业周期底部复苏，“增持”评级

化工周期一般在 5 年左右，金融危机让本应在 2 年完成的景气下降加速到 1 年，烈度增强而时间缩短。化工行业在上半年度过了最困难的时期，目前处于景气从底部开始回升的阶段，在全球经济复苏预期下，从大周期的角度看，此时是投资化工行业的好时机，对行业给予“增持”评级。

图 13：基础化工部分子行业景气图



资料来源：国泰君安证券

稀缺资源、技术壁垒、成本优势、领先服务、低碳&新能源是永恒的投资主题，此类公司竞争优势突出，差异化程度高，周期性相对较弱，盈利稳定性更强，成长性更快，行业产能、供需和开工情况相对更好，在化工这个传统的周期性行业中

理应享受更高的估值。

表 3: 优势突出, 值得长期关注的公司

特点	公司
稀缺资源	盐湖钾肥、冠农股份、兴发集团、云天化
技术壁垒突破	烟台氨纶、丹化科技、红太阳
国际竞争力	扬农化工、利尔化学、联化科技、红宝丽
工艺、成本优势突出	华鲁恒升、新安股份、英力特
低碳、新能源	江苏国泰、烟台万华、红宝丽
服务、品牌优势	金发科技、黑猫股份

资料来源: 国泰君安证券

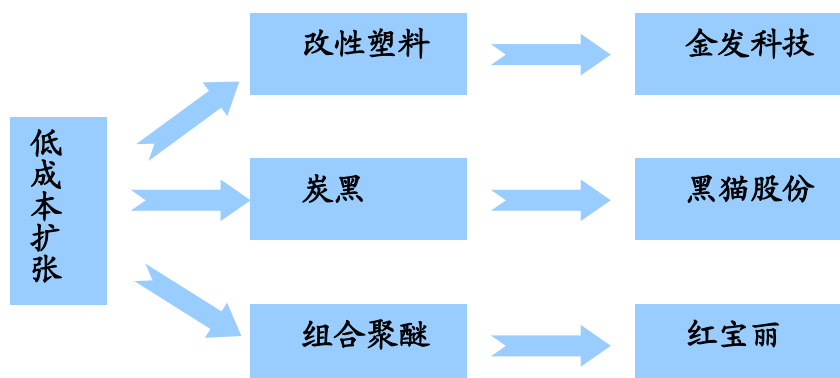
3.2. 复苏期低成本快速扩张公司有望快速发展

经过金融危机洗礼, 一些竞争力弱的中小企业倒下了, 他们原有的市场被空余出来, 在经济复苏阶段, 这部分市场空间及新增的需求将由生存下来的企业来填补。具备低成本快速扩张能力, 高性价比产品, 及一定品牌优势的企业将在经济复苏阶段获得快速发展。我们认为具备下面一些特征的行业能够产生这样的企业:

- 1、固定资产投资相对较低, 且产能建设周期短→(能够在短期内迅速新建产能);
- 2、技术壁垒不高, 行业竞争比较激烈→(危机中竞争力弱的小企业会倒下);
- 3、生产工艺上需要些诀窍, 产品并非同质化→(差异化竞争, 体现部分企业的高性价比, 长期能够形成品牌优势);
- 4、下游行业仍在扩张→(提供新的市场空间);
- 5、下游企业规模大且注重自身品牌→(对供应商产品的品质、品牌有一定要求);
- 6、产品在下游企业生产成本中占比较低, 却是关键材料之一, 对下游企业产品质量影响较大→(下游企业对原材料质量要求较高, 对价格敏感度不高);
- 7、下游企业对服务有要求, 有新产品开发需求→(稳定合作后容易形成一定依赖);

改性塑料、炭黑、聚醚下游主要为家电、汽车, 自身行业符合以上特征, 其中优势企业具备低成本扩张的能力, 2010 年值得重点关注。

图 14: 低成本快速扩张的行业及公司



资料来源: 国泰君安证券

3.3. 把握淡旺季投资序列

下游的淡旺季及农化行业自身的季节性特点使化工行业投资也形成了季节性特征，把握淡旺季能让投资效率更高，节约时间成本。上半年的春耕带来化肥、农药需求旺盛和价格上涨；二、三季度家电、纺织、建筑等行业进入旺季，带动相关原材料量增价涨；四季度化肥淡储、枯水期磷化工品涨价给化肥、磷化工带来投资机会。

图 15：2010 年各季度投资序列

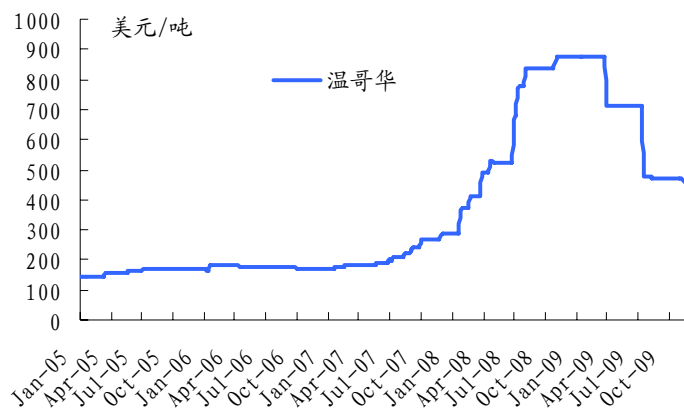
一季度	二季度	三季度	四季度
化肥、农药 纯碱	聚氨酯 染化品 有机硅 炭黑	聚氨酯 染化品 有机硅 炭黑	化肥 磷化工
华鲁恒升 盐湖钾肥 华昌化工 双环科技 诺普信 扬农化工	烟台万华 红宝丽 浙江龙盛 新安股份 黑猫股份	烟台万华 红宝丽 浙江龙盛 新安股份 黑猫股份	华鲁恒升 湖北宜化 盐湖钾肥 兴发集团

资料来源：国泰君安证券

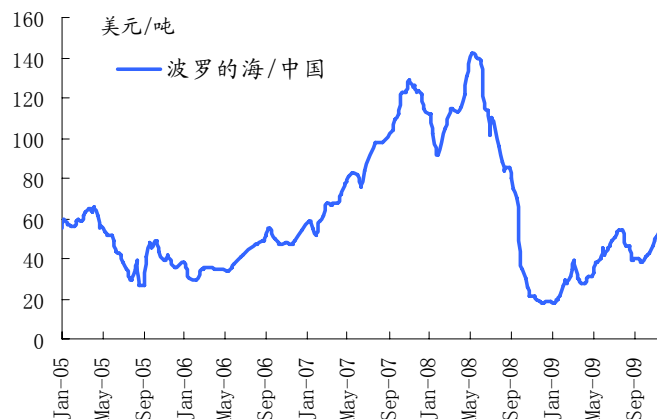
4. 部分子行业投资策略

4.1. 化肥

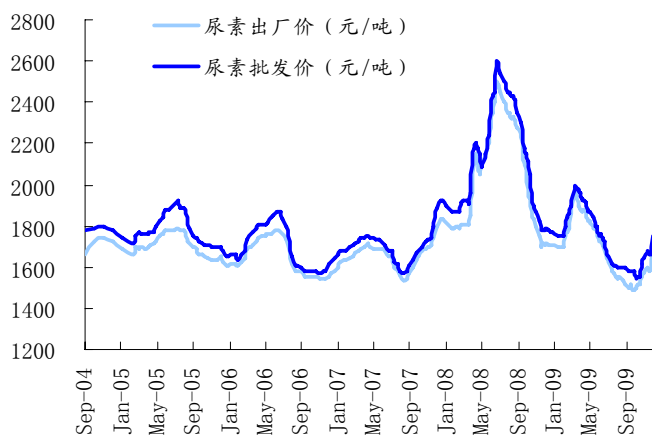
国际钾肥价格



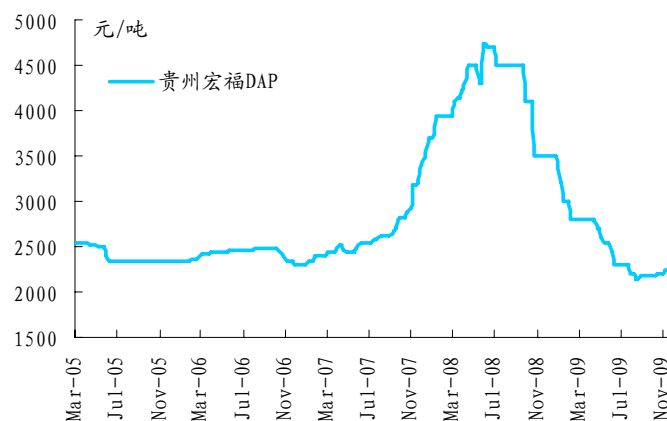
国际钾肥海运费价格



国内尿素价格



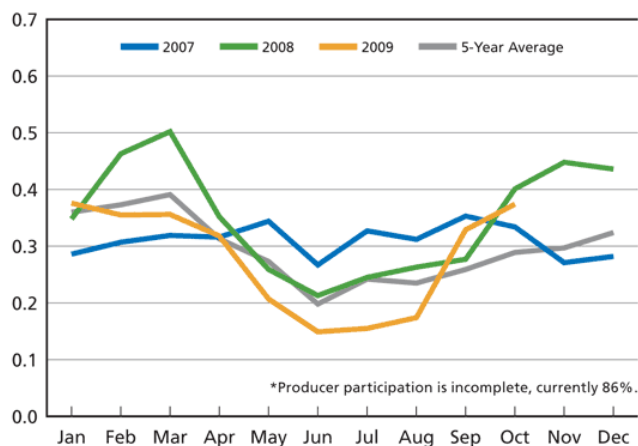
国内 64%DAP 价格



美国生产商尿素库存

US Producers' Urea Ending Inventory*

Million Short Tons Product



*Producer participation is incomplete, currently 86%.

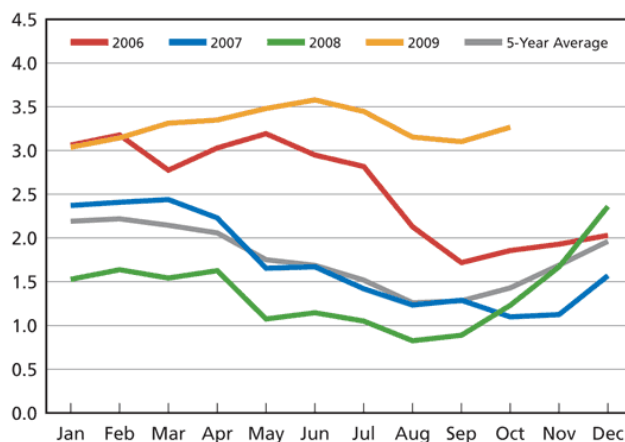
Source: TFI

Ending inventory is up by 45,000 tons from the previous month and is 30% above the previous 5-Year Average

北美生产商钾肥库存

North American Producers' Potash Ending Inventory

Million Metric Tonnes Product



Ending inventory is up by 165,000 tonnes KCl from the previous month and is 129% above the previous 5-Year Average

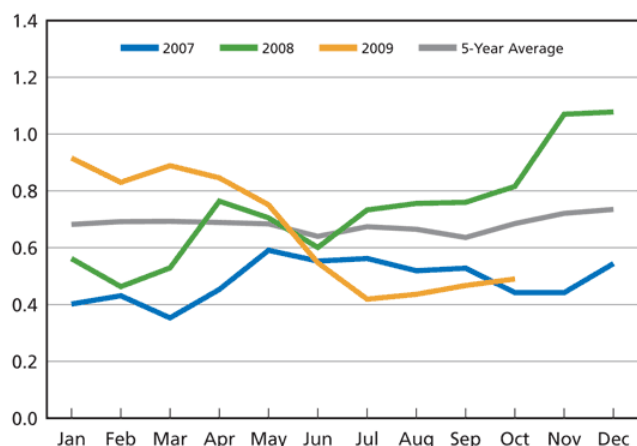
Source: TFI (IPNI data) and PotashCorp

美国生产商 DAP 库存

美国生产商 MAP 库存

US Producers' DAP Ending Inventory

Million Short Tons Product

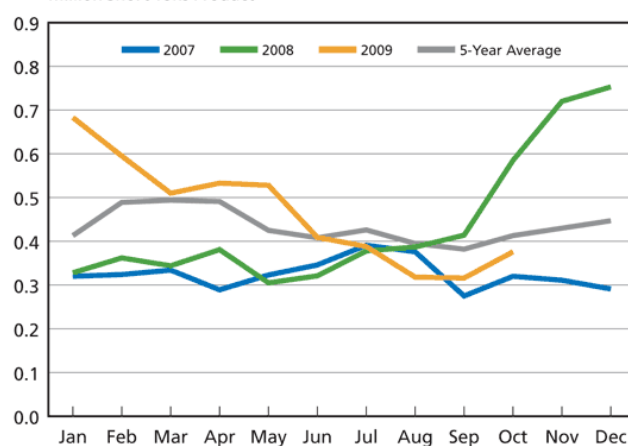


Source: TFI

Ending inventory is up by 23,000 tons from the previous month and is 28% below the previous 5-Year Average

US Producers' MAP Ending Inventory

Million Short Tons Product



Source: TFI

Ending inventory is up by 60,000 tons from the previous month and is 9% below the previous 5-Year Average

资料来源：中国资讯网、POTASH、国泰君安证券

化肥投资简要策略：

欧美经济迅速恢复，2010 年的国际农产品价格被普遍看好，已低迷一整年的农资市场有望跟随复苏。近期国际市场氮磷肥价格均在上涨，尿素特别是大颗粒尿素由于供应趋紧，高端价格（埃及输出美国的货物）已上涨至 FOB300 美元/吨。9 月以来 NYMEX 天然气期货价格从 2.51 美元/百万英热迅速爬升至 5.19 美元/百万英热，2010 年国际天然气价格将会大幅高于 2009 年，这将推高国际氮肥生产成本，从而使国际氮肥价格显著高于 2009 年。2010 年我国不会取消氮肥出口关税，政府可能根据市场情况调整关税，总体指导方针仍将是阻止国内氮肥大量出口。可判断 2010 年我国氮肥虽然仍供大于求，但出口环境将好于 2009 年，企业经营形势也好于 2009 年。

美国磷肥库存处于过去几年的低位，我国磷肥供应也比较紧张，目前国际 DAP 价格在 300 美元/吨以上，美国 PhosChem 坦帕港报盘涨至 FOB320 美元/吨；EuroChem 出口至意大利的货物不低于 CFR350 美元/吨；我国出口越南的报盘高达 400 美元/吨。国内主流 DAP 价格已涨至 2300-2500 元/吨，云天化国际等主要磷肥厂商开工均高，停止或限制接单，订单排至 12 月末，磷肥市场价格短期继续看涨。

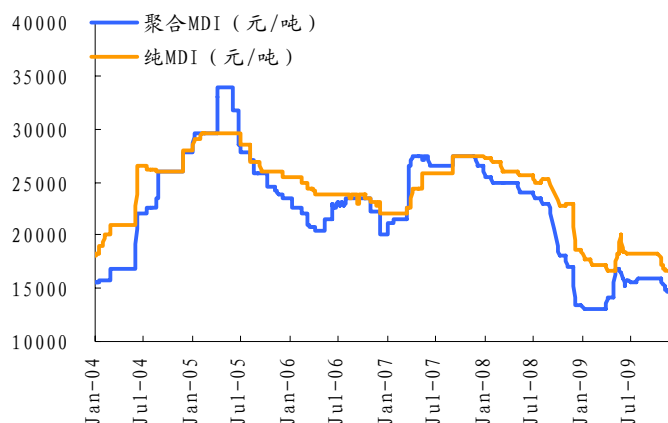
港口钾肥库存在不断降低，销售势头很好，青海地区钾肥陆续进入停产期，国内钾肥库存多集中在大经销商和盐湖钾肥、国投罗钾这样的大钾肥企业手中。目前国内氯化钾市场价格已涨至 2600-2800 元/吨，市场货源紧张。2010 年我国预计将恢复钾肥进口，判断新的进口价格将不低于 CFR400 美元/吨，国内钾肥价格将维持在 2800 元/吨以上。国际油价稳定在 70 美元/桶以上，由于欧美经济复苏，油价有进一步走高的要求，生物能源或又将兴起，钾肥需求趋势向好。

投资建议：可配置化肥股等待春耕行情，氮肥类公司推荐华鲁恒升、华昌化工、

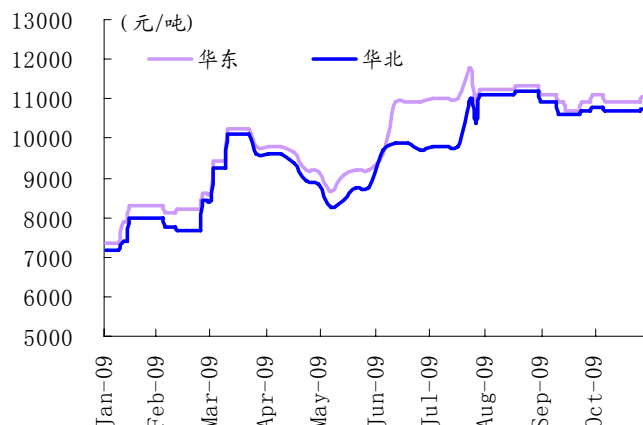
湖北宜化；拥有磷矿资源的磷肥公司长期看好，云天化国际在目前的磷肥价格下可取得较好盈利，云天化自身业务也在恢复中，集团整体上市明年一季度有望启动，建议逢低配置；钾肥行业最困难的时期已经过去，公司推荐盐湖钾肥。

4.2. 聚氨酯

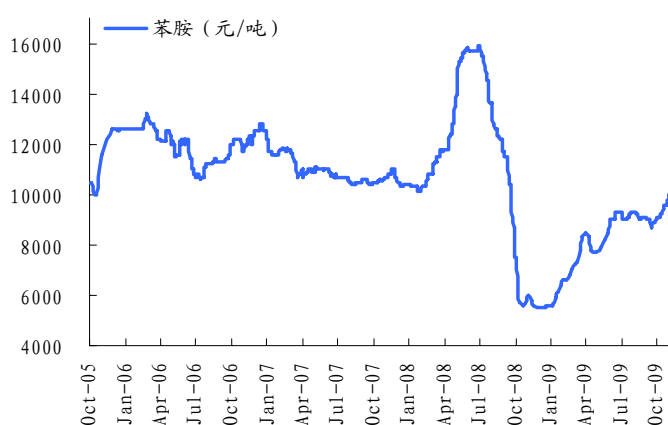
国内 MDI 价格



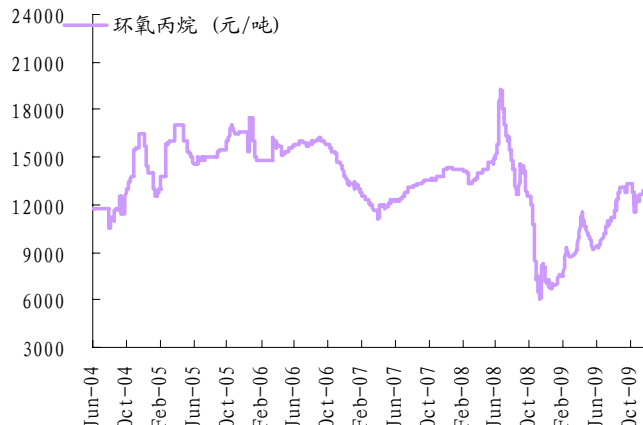
国内硬泡聚醚价格



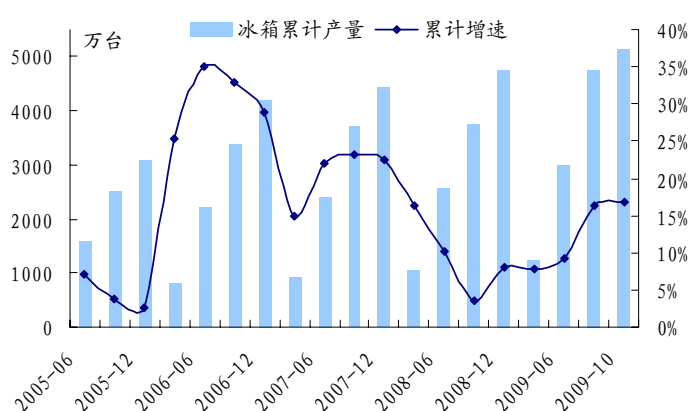
国内苯胺价格



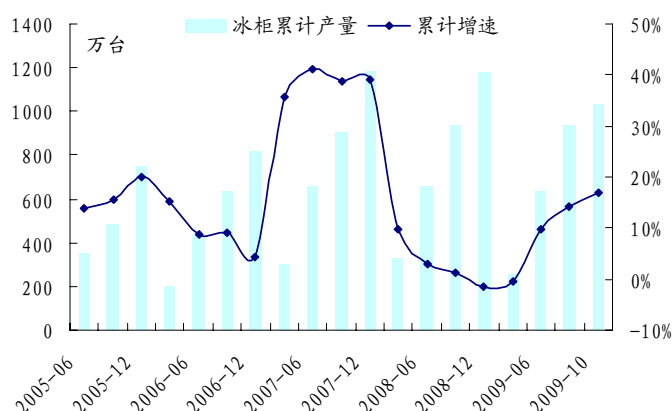
国内环氧丙烷价格



我国冰箱产量及增速

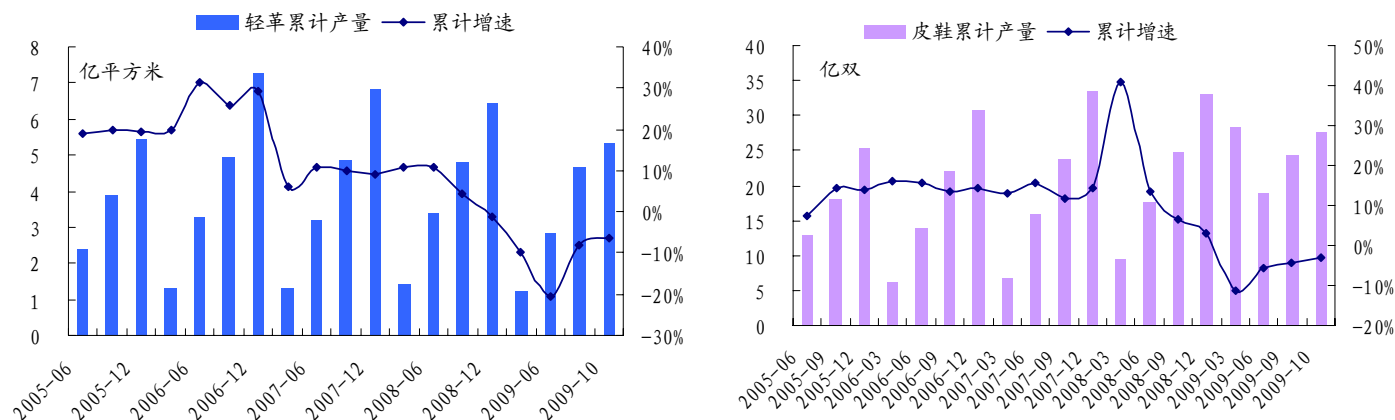


我国冰柜产量及增速



我国轻革产量及增速

我国皮鞋产量及增速



资料来源：百川资讯网、化工在线、WIND 资讯、国泰君安证券

表 4：我国 MDI 产能统计

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
烟台万华	28	37	52	52	80	80
上海联恒	24	24	24	24	24	24
bayer			35	35	35	35
BASF						
NPU			5	5	5	5
合计	52	61	116	116	144	144

资料来源：国泰君安证券

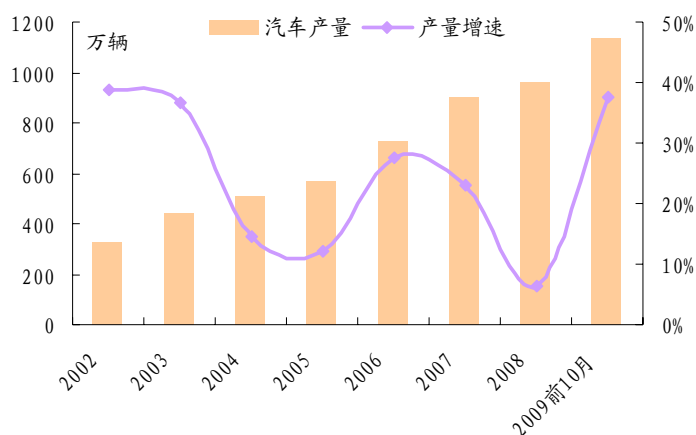
聚氨酯投资策略：

聚氨酯应用领域主要为保温材料、家电、纺织、鞋、箱包等行业，其中大部分为出口占比高的行业，将受益于欧美经济复苏。汽车、家电数据仍保持较好水平，纺织行业在恢复中，对聚氨酯产品及原料需求将继续增长。2008 年我国 MDI 消费量约 80 万吨，2009 年将超过 90 万吨，预计 2010 年增速仍将保持在 10% 以上。由于上海联恒、上海 Bayer 的开工情况都不太理想，预计 2010 年他们年均开工率在 7 成左右，烟台万华有效产量在 55 万吨左右，我国 MDI 总产量将在 100 万吨左右，供需仍然比较平衡。目前是 MDI 淡季，市场价格较三季度有所下滑，华东市场聚合 MDI 在 15000 元/吨左右，纯 MDI 在 16500 元/吨左右。近日苯胺价格有所上涨，将对 MDI 价格形成支撑，预计在明年 3 月份前，聚合 MDI 价格将在 14500-1600 元/吨波动；纯 MDI 将在 16000-17500 元/吨波动；3 月份后 MDI 价格将进入上升通道。

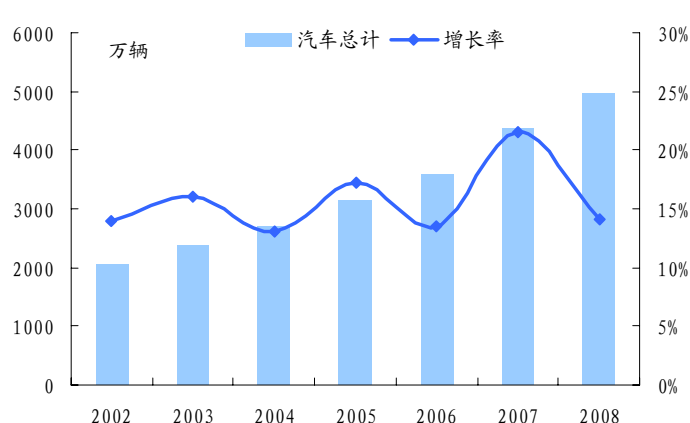
投资建议：2010 年聚氨酯投资时点在二季度初，一方面由于二季度进入 MDI 消费旺季，市场价格将上涨；另一方面由于烟台万华宁波二期 30 万吨 MDI 项目将在二、三季度投产，将引起市场关注。推荐烟台万华、红宝丽。

4.3. 炭黑

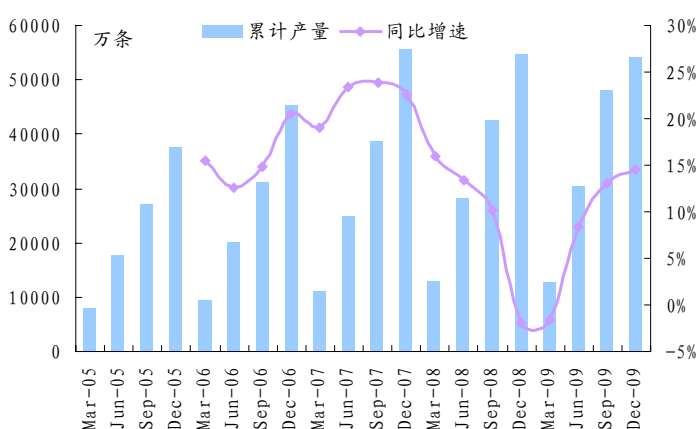
2002 年以来我国汽车产量及增速



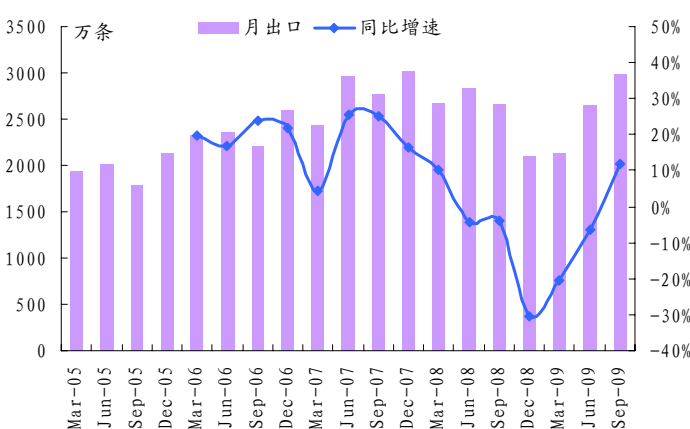
2002 年以来我国社会汽车保有量



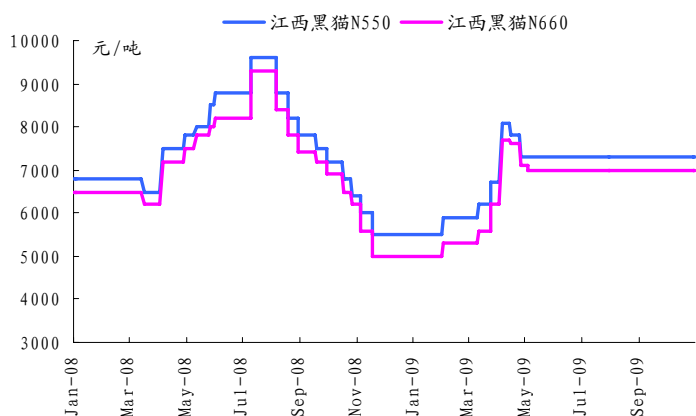
2005 年以来我国轮胎月度产量及增速



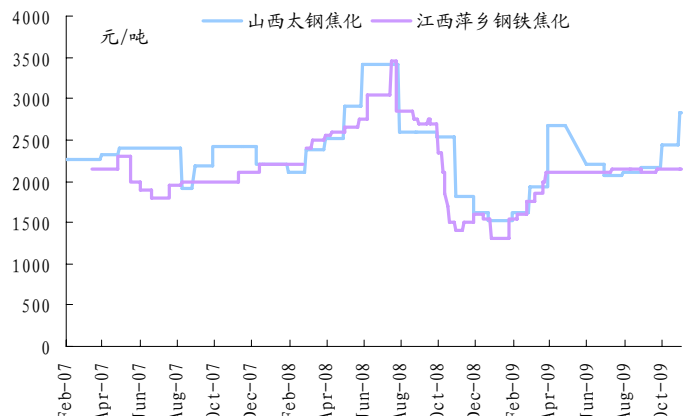
2005 年以来我国轮胎月度出口量及增速



2008 年以来江西黑猫炭黑价格



2007 年以来部分地区煤焦油价格



资料来源：石化工业协会、百川资讯、国泰君安证券

炭黑投资策略：

今年 10 月我国轮胎产量 5902 万条，高于 9 月（5809 万条）和 8 月（5861 万条）；9 月我国轮胎出口 2979 万条，高于 8 月（2886 万条）和 7 月（2918 万条）。目前轮胎数据仍在向好，未显示美国轮胎特保对我国轮胎产业有大的影响。

炭黑是橡胶补强剂，主要用于轮胎制造，是仅次于橡胶的第二大原材料，炭黑重量约占轮胎总重量的 21~23%，77%的炭黑用于汽车相关领域，需求主要受轮胎、汽车消费影响。汽车产量和保有量的持续上升，以及国际轮胎产能向我国转移，使得我国轮胎产业规模高速增长，包括国际轮胎巨头的众多轮胎建设项目仍如火如荼的进行着，这些项目未来投产后将加大对原料炭黑的需求。小炭黑产品批次稳定性差，杂质含量高，不符合大轮胎企业需要，因此大轮胎企业更愿与大炭黑企业建立长期稳定合作，未来大轮胎企业扩产必将带动大炭黑企业发展壮大。黑猫股份 12 月订单仍维持良好水平，乌海二期第 3 条 4 万吨生产线 11 月中旬投产，目前在调试中，公司经营正常。

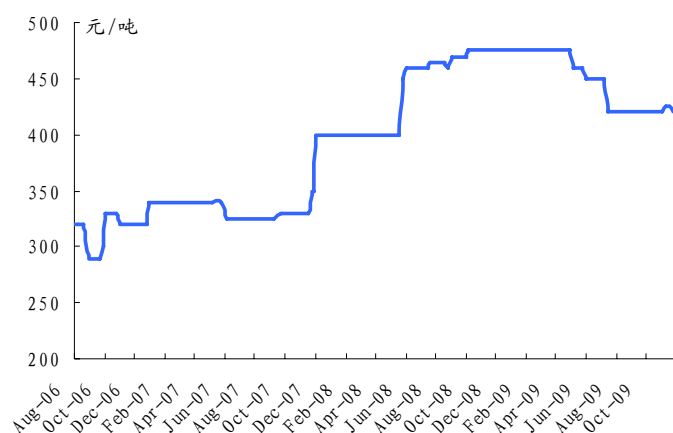
投资建议：推荐黑猫股份，“增持”评级，2010 年盈利将大幅增长，公司估值优势非常突出。

4.4. 磷化工

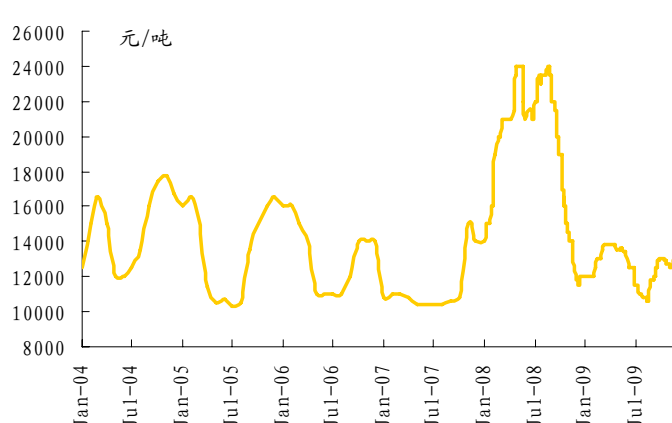
黄磷是磷化工品的重要中间品，在很大程度上影响着磷化工品的价格走势。我们认为今年黄磷价格的低迷在一定程度上受云南省电力政策的影响。云南省黄磷产能 86 万吨，约占全国一半，对黄磷行业影响举足轻重。为应对经济不景气，云南省今年给予高耗能行业优惠电价，1-3 月、11 月份均可享受丰水期电价，低于正常年份的枯水期电价。1 吨黄磷耗电约 14000 度，云南省丰水期黄磷电力成本低于枯水期 1600 多元/吨，因此今年云南省优惠电价降低了行业成本，也对今年国内黄磷价格产生一定压制作用。根据云南省政府公告，今年 12 月恢复枯水期电价，2010 年恢复正常，因此 12 月云南黄磷生产成本将上升 1700 多元/吨，黄磷价格将上涨。

11 月 20 日开始，我国非民用电价每度上涨 2.8 分钱，这将使外购电的黄磷企业生产成本上升 390 元/吨，成本上升也将推动黄磷价格上涨。今年 12 月到明年 5 月以前，预计国内黄磷价格将在 14000 元/吨以上。

2006 年以来贵州宏福磷矿石价格

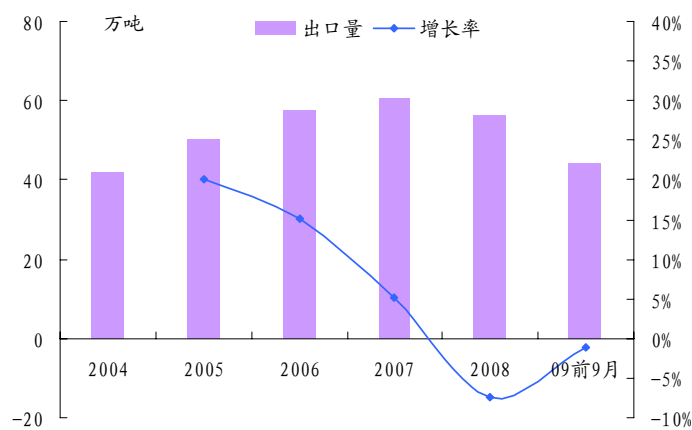
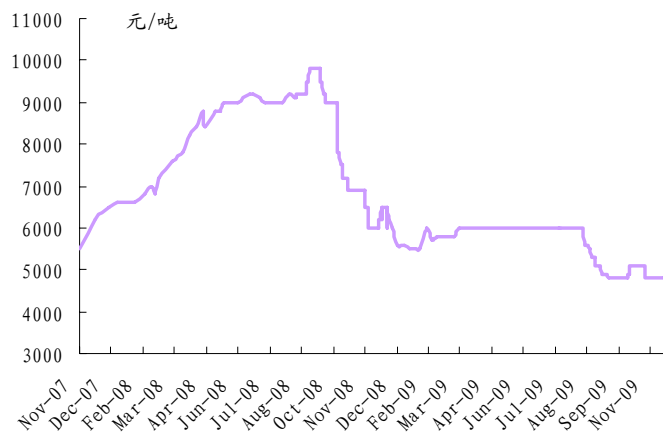


2004 年以来国内黄磷价格



2007 年以来国内三聚磷酸钠价格

2004 年以来我国三聚磷酸钠出口量及增长率



数据来源：化工在线、国泰君安证券

云南省电价情况

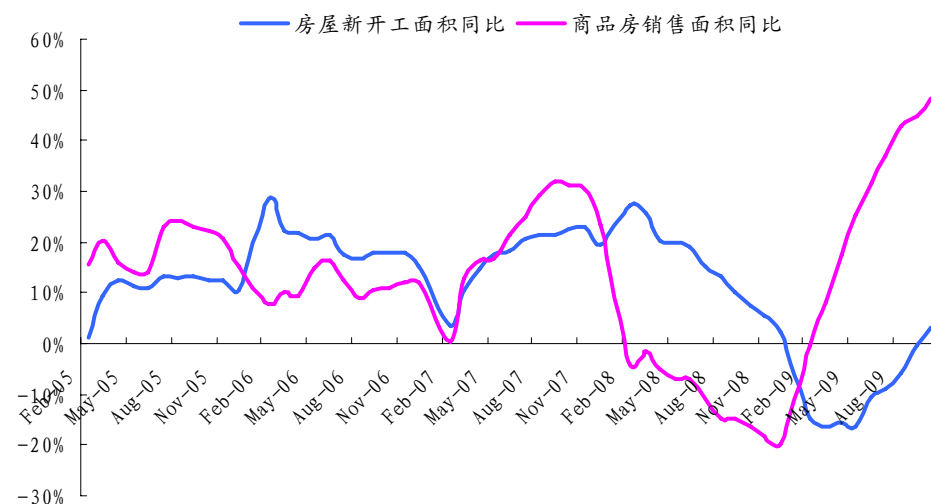
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
正常年份	枯水	枯水	枯水	枯水	平水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	平水	枯水
电价	0.486	0.486	0.486	0.486	0.41	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.41	0.486
2009年执行	丰水	丰水	丰水	枯水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	枯水
电价	0.35	0.35	0.35	0.486	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.486
2010年执行	枯水	枯水	枯水	枯水	平水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	平水	枯水
电价	0.486	0.486	0.486	0.486	0.41	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.41	0.486

数据来源：云南省政府、国泰君安证券

投资建议：拥有磷矿资源和廉价电力是发展磷化工的基石，也是盈利稳定的根本，推荐拥有丰富磷矿和水电的兴发集团。

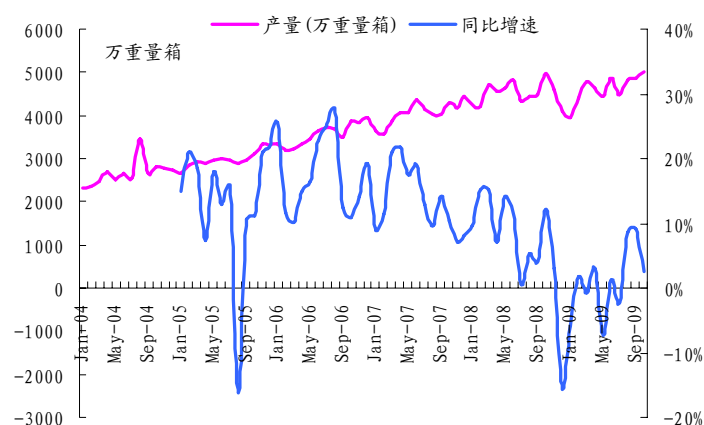
4.5. 纯碱

2005年以来我国房屋新开工面积和商品房销售面积同比增速

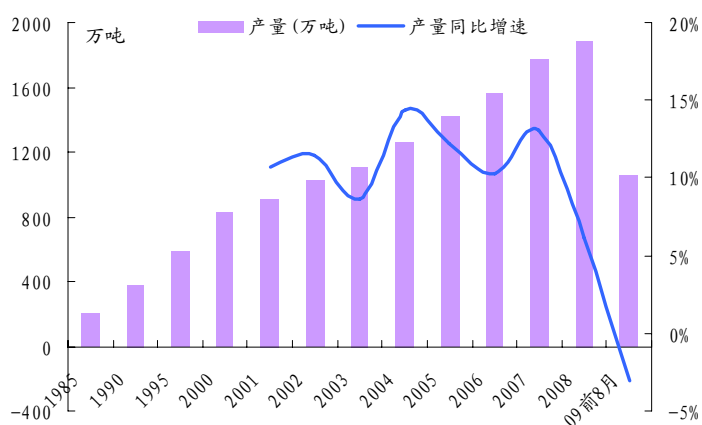


数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

2004 年来玻璃月产量及同比增速



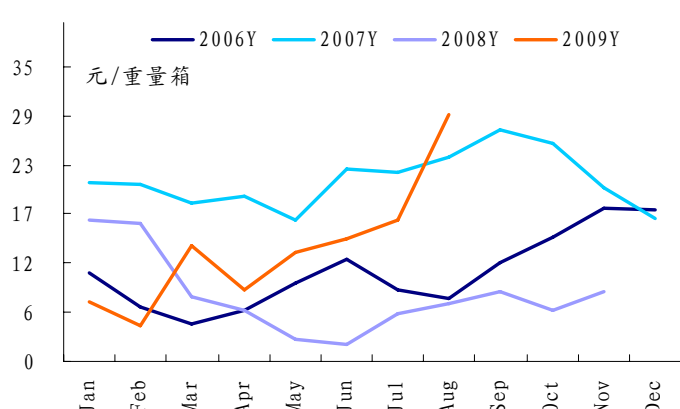
我国纯碱产量及增速



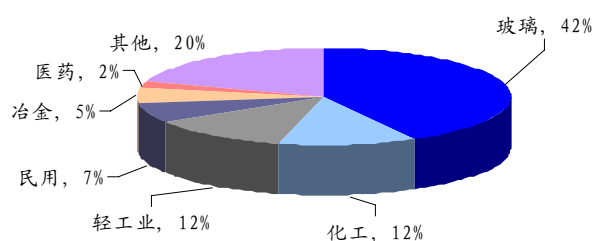
2004 年来玻璃价格及同比涨幅



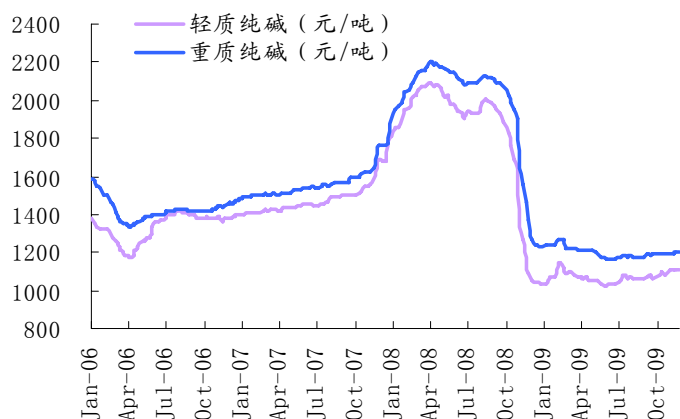
月度玻璃—重油与纯碱价格差



我国纯碱下游消费构成

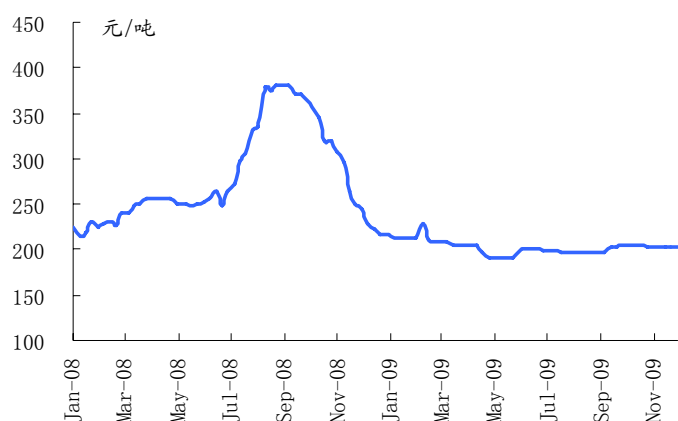


2006 年以来我国纯碱价格

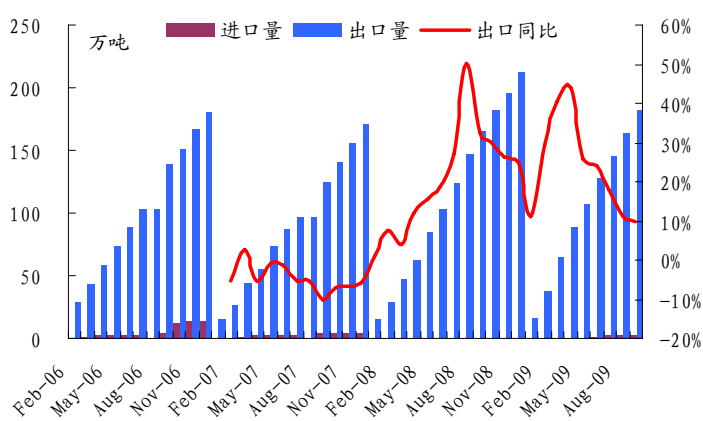


数据来源: BMI、石化工业协会、国泰君安证券

国内原盐价格



我国纯碱进出口量及出口增速



资料来源：中国资讯网、化工在线、石化工业协会、国泰君安证券

纯碱投资策略：

今年 1-10 月我国商品房销售面积同比增长 48.4%，增速持续上升；9 月新屋开工面积增速已由负转正，达到 3.3%，趋势继续向好。1-10 月我国汽车销量达到 1135.73 万辆，同比增长 37.51%，继续维持火爆势头。

纯碱下游主要为玻璃、化工、纺织、汽车制造、冶金等行业，其中玻璃需求占比近一半。在汽车销售火爆，地产新开工逐渐向好带动下，玻璃行业从今年二季度触底反弹，价格和盈利均大幅提升，四季度开始纯碱价格缓慢上涨。10 月份我国平板玻璃产量达到 5024.5 万重量箱，创出历史新高；9 月纯碱产量创纪录的达到 175.3 万吨（年化产量可达 2103 万吨），10 月份为 169.3 万吨，继续维持高位，可推算国内纯碱开工率已在 9 成左右。随着玻璃产量进一步增长，纯碱行业的开工率有望进一步提升，价格也将继续上涨。我们认为纯碱行业的趋势性投资机会已然临近。

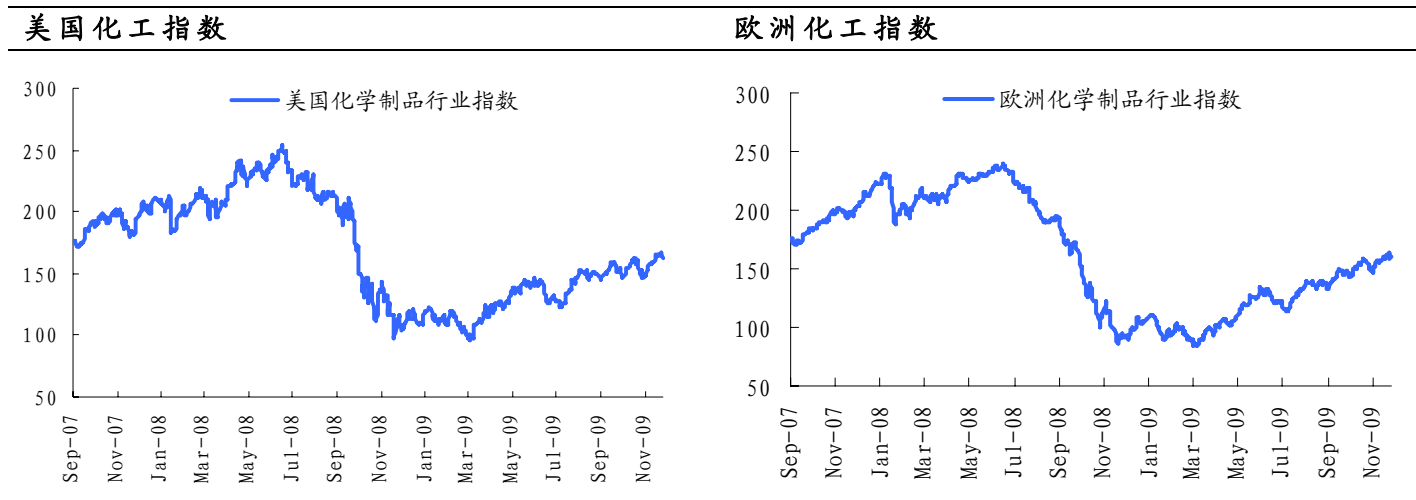
投资建议：建议逢低配置纯碱公司，推荐价格敏感度最高、且今年以来一直满负荷产销的双环科技，及收购集团粘胶资产的三友化工。

附表 1: 重点公司和关注公司业绩预测

价格		08EPS	09EEPS	10EEPS	08E	09E	10E	投资建议
2009-11-29		(元)	(元)	(元)	PE	PE	PE	
重点公司		EPS	EPS	EPS				
烟台万华（600309）	21.23	0.91	0.76	1	23.3	27.9	21.2	增持
黑猫股份（002068）	15.80		0.45	0.89		35.1	17.8	增持
江苏国泰（002091）	23.27	0.53	0.61	0.76	43.9	38.1	30.6	谨慎增持
红宝丽（002165）	25.35	0.43	0.67	0.95	59.0	37.8	26.7	增持
盐湖钾肥（000792）	56.70	1.78	1.57	2.56	31.9	36.1	22.1	增持
冠农股份（600251）	27.03	0.08	0.05	0.89	338	540.6	30.4	谨慎增持
兴发集团（600141）	20.27	1.17	0.53	0.79	17.3	38.2	25.7	谨慎增持
新安股份（600596）	45.68	5.89	1.23	1.95	7.8	37.1	23.4	谨慎增持
华鲁恒升（600426）	22.33	0.76	0.9	1.02	29.4	24.8	21.9	增持
云天化（600096）	24.74	1.23	0.35	0.82	20.1	70.7	30.2	谨慎增持
浙江龙盛（600352）	10.10	0.36	0.51	0.59	28.1	19.8	17.1	增持
金发科技（600143）	9.84	0.16	0.23	0.48	61.5	42.8	20.5	谨慎增持
德美化工（002054）	20.61	0.72	0.7	0.75	28.6	29.4	27.5	谨慎增持

数据来源: 国泰君安证券

附图 2: 国际化工指数



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

附表 3: 国际化工公司估值比较

公司名称 (国际)	代码	国家	股价	EPS			PE			PB	PEG	EV/EBITDA	ROE
				08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年				
聚氨酯													
Bayer AG	BAYN GR	德国	51.20	2.22	3.41	4.00	23.06	15.01	12.81	2.24	2.07	8.35	12.57
BASF AG	BAS GR	德国	40.56	3.13	1.90	2.61	12.96	21.30	15.56	2.21	-	7.44	8.17
Dow Chemical Co	DOW US	美国	27.56	0.62	0.48	1.32	44.45	57.66	20.93	1.77	7.69	10.82	4.85
Huntsman Corporation	HUN US	美国	9.21	2.62	-1.18	0.15	3.52	-	62.23	-	-	9.83	-19.70
平均值			32.13	2.15	1.15	2.02	21.00	31.32	27.88	2.08	4.88	9.11	1.47
化肥													

Potashcorp	POT CN	加拿大	118.26	11.37	3.04	6.67	10.40	36.87	16.80	5.38	3.26	24.85	18.40
Agrium	AGU CN	加拿大	58.28	8.39	2.42	4.80	6.95	22.83	11.49	1.87	1.69	11.96	9.73
Mosaic	MOS US	美国	54.35	4.70	2.64	4.12	11.56	20.59	13.20	2.53	5.88	12.02	19.91
Terra Industries	TRA US	美国	38.97	6.74	2.15	2.77	5.78	18.09	14.09	3.45	1.96	7.92	32.25
Bunge	BG US	巴西	61.81	8.11	3.37	5.75	7.62	18.34	10.74	0.99	1.26	25.49	6.08
平均值			66.33	7.86	2.72	4.82	8.46	23.35	13.26	2.84	2.81	16.45	17.27
有机氟													
Daikin Industries Ltd	6367 JP	日本	3080.00	263.65	43.72	88.70	11.68	70.45	24.94	1.87	-	14.49	2.52
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	日本	748.00	33.53	-2.12	37.90	22.31	-	13.59	1.21	-	6.81	-0.76
Solvay SA	SOLB BB	比利时	71.50	4.92	5.69	5.20	14.53	12.56	13.76	1.26	-	6.60	9.30
平均值			1299.83	100.70	15.76	43.93	16.17	41.50	17.43	1.45	-	9.30	3.69
有机硅													
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	日本	4680.00	426.63	203.43	298.50	10.97	23.01	17.04	1.39	-	8.05	6.20
Rhodia SA	RHA FP	法国	11.67	1.05	-0.79	0.94	11.11	-	12.44	-2.61	-	5.48	27.40
平均值			2345.84	213.84	101.32	149.72	11.04	23.01	14.74	-0.61	-	6.76	16.80
精细化工													
Cabot Corp	CBT US	美国	23.04	1.37	1.28	1.73	16.82	18.06	13.30	1.24	1.29	6.03	6.51
Ciba Specialty Chemicals	CIBN VX	瑞士	-	-8.42	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Clariant Corporation	CLN VX	瑞士	10.93	-0.20	0.28	0.77	-54.65	39.75	14.29	1.41	12.82	8.10	-3.23
DSM	DSM NA	荷兰	32.90	3.45	1.36	2.02	9.54	24.23	16.31	1.12	-	10.26	6.62
Rohm and Haas	ROH US	美国	-	2.49	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PPG Industries	PPG US	美国	59.33	3.27	2.79	3.77	18.14	21.27	15.74	2.85	6.14	8.67	13.39
Toyo Ink	4634 JP	日本	313.00	22.21	14.50	16.50	14.09	21.59	15.89	-	-	7.74	3.30
平均值			87.84	3.45	4.04	4.96	-	24.98	15.11	1.65	6.75	8.16	5.32
环氧树脂													
Nanya Technology Corp	2408 TT	台湾	22.20	-23.41	-11.39	-2.91	-0.95	-		2.67	-	-	-103
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	日本	215.00	32.22	-42.30	0.00	6.67	-	150.45	0.55	-	10.74	-10.34
Sunoco Inc	SUN US	美国	25.43	6.63	0.03	2.14	3.84	876.90	11.89	1.19	-	11.23	-3.00
平均值			87.54	5.15	-17.88	-0.26	3.19	876.90	81.17	1.47	-	10.98	-39.03
轮胎													
Continental Tire	CON GR	德国	36.35	-6.84	-2.78	2.18	-5.31	-	16.66	1.40	-	8.22	-14.81
Michelin	ML FP	法国	52.02	2.46	1.62	4.00	21.15	32.07	13.00	1.46	1.74	6.82	3.14
GOODYEAR	GT US	美国	13.69	-0.32	-1.20	0.68	-42.78	-	20.04	3.23	-	9.33	-32.71
PIRELLI	PC IM	意大利	0.42	-0.06	0.01	0.03	-6.44	59.57	13.90	1.00	1985	8.59	1.08
Cooper	CTB US	美国	18.17	-3.72	1.74	1.94	-4.88	10.42	9.37	3.16	-	4.63	31.11
Bridgestone	5108 JP	日本	1378.00	13.33	10.68	67.60	103.38	129.05	16.04	1.10	6.98	7.17	0.73
平均值			249.77	0.81	1.68	12.74	10.85	57.78	14.83	1.89	664	7.46	-1.91

资料来源: Bloomberg、国泰君安证券

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。

免责声明

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券销售交易总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com