

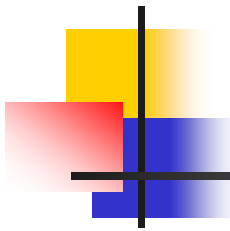
出口复苏背景下化工行业投资机会

国都证券研究所 伍颖

2009.11



国都证券有限责任公司
GUODU SECURITIES CO.,LTD

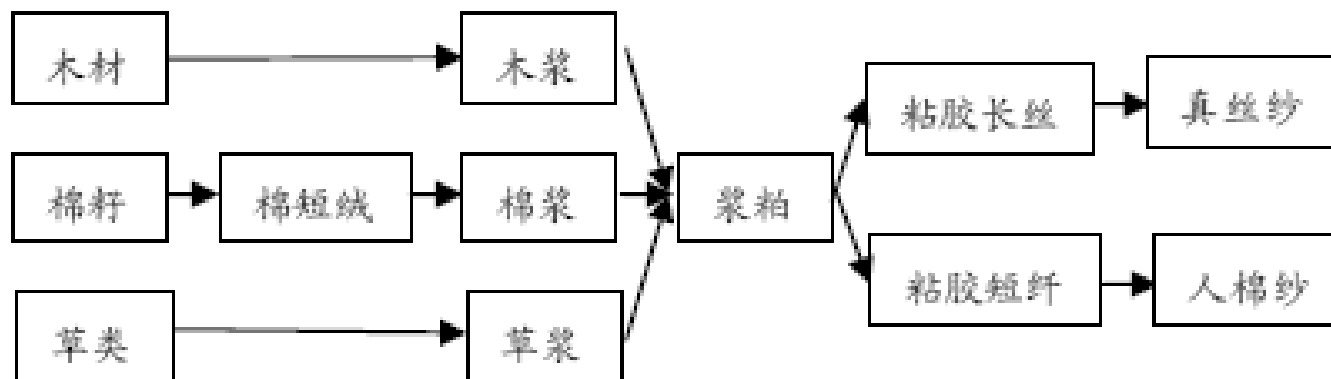


投资逻辑

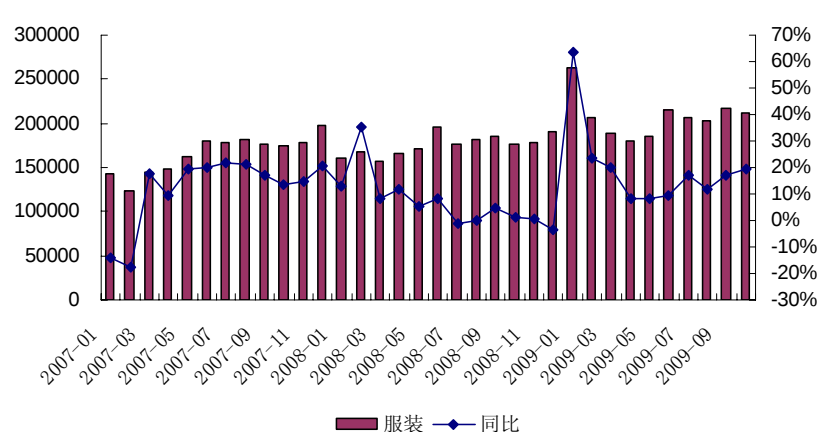
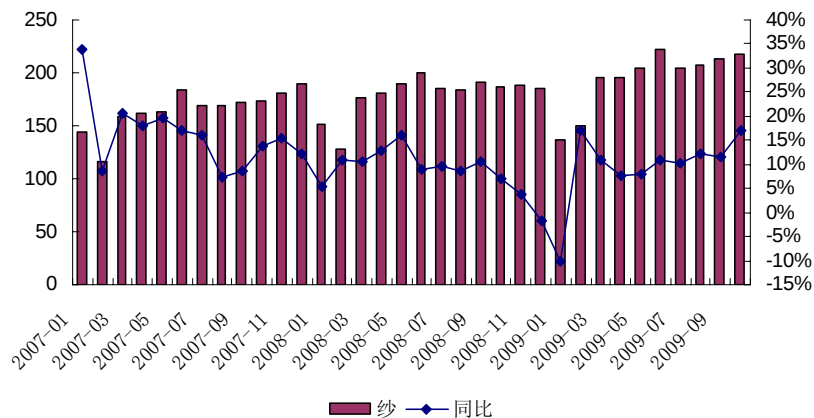
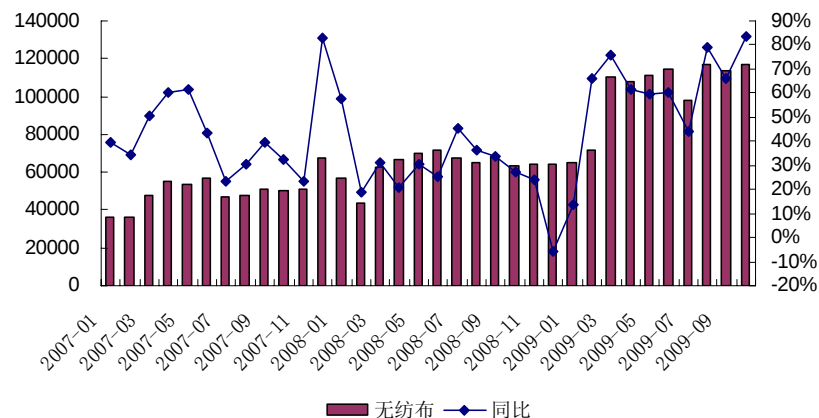
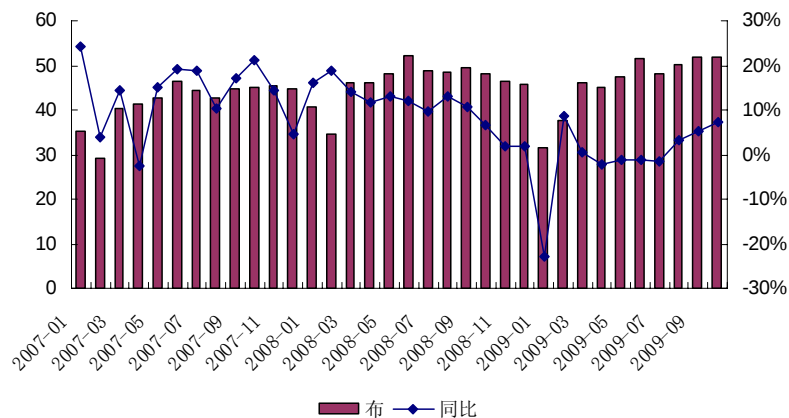
- 1、出口复苏，直接带动化工品出口；
- 2、出口复苏，带动纺织服装、家电等出口，间接带动化工品出口。

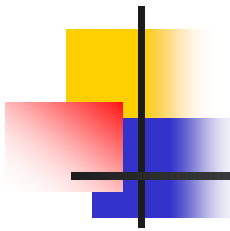
一、粘胶短纤

- 投资逻辑：纺织服装行业出口复苏，将带动粘胶短纤行业保持景气。



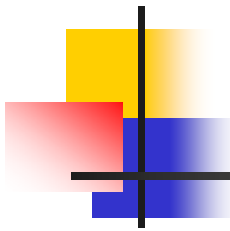
纺织服装行业持续好转





未来粘胶短纤价格将上涨

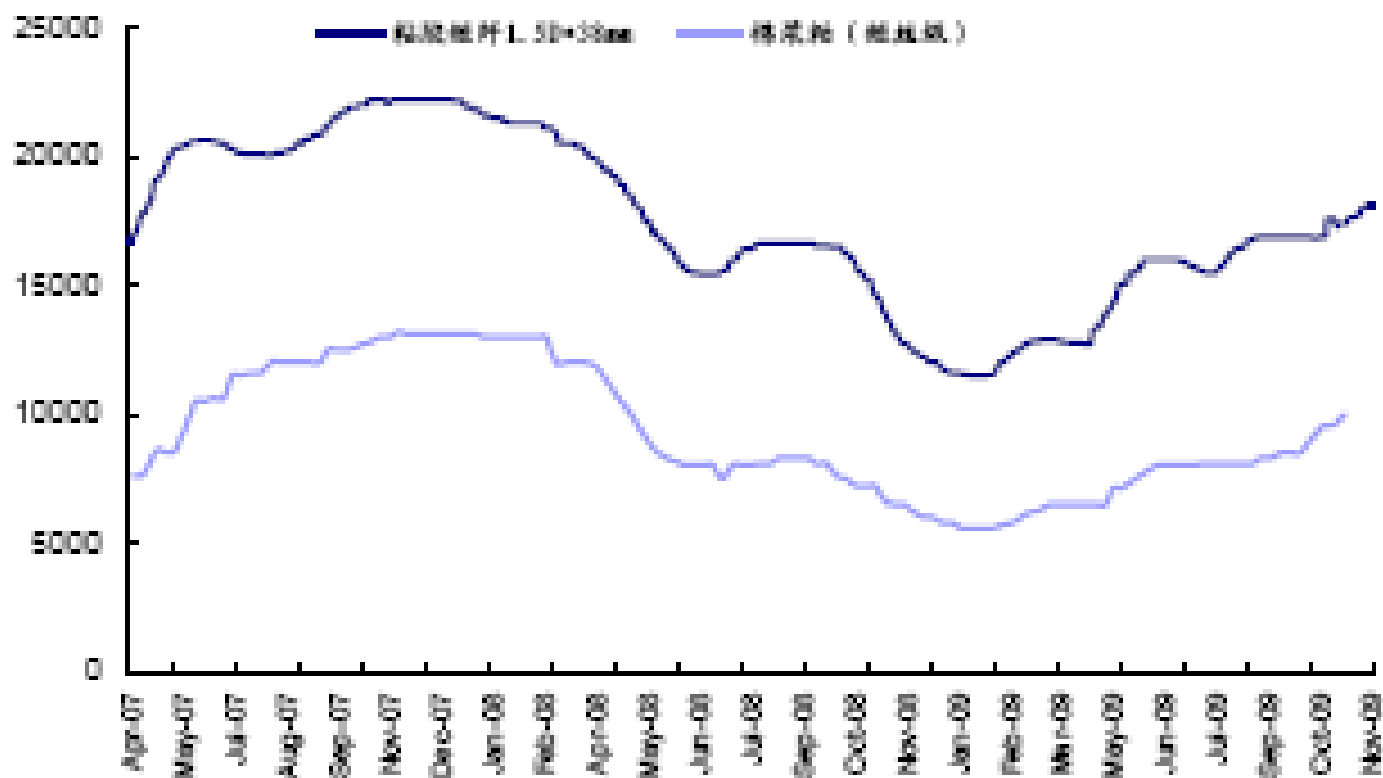
- （1）棉价上涨的互补和替代效应；
- 据美国农业部统计，虽然棉花长势好于去年，但我国09-10 年度种植面积再度下滑9%，预计09-10 年度产量下滑8%，而消费增长3%。
- 10 年，我国棉花供给状况将偏紧，而棉花抛储影响有限，价格上涨可能性较大。

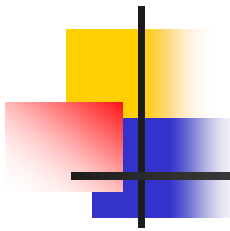


■ （2）成本推动

- 棉花减产和棉价上涨，将推动棉浆粕供应偏紧和价格上涨。
- 成本上升将成为粘胶价格上行的重要推动力。

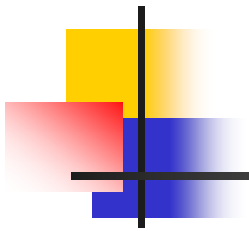
粘胶短纤与棉浆粕（短丝级）价格变化（元/吨）





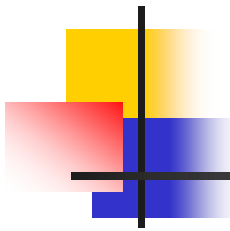
行业判断：业绩可能见顶

- （1）供给增加
- 08 年全国粘胶短纤产能**152 万吨**。
- 09年有**40—70 万吨**新建产能。
- 10 年产能仍将大幅增加：部分07、08 年扩产的项目产能将在09 年底、10 年初投放，预计有**30-40 万吨**的产能，约占目前产能的**20-25%**。



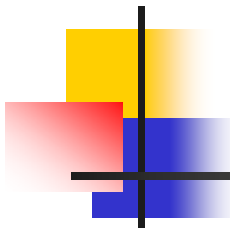
(2) 产品价格涨幅不及成本涨幅

- 我们认为，未来粘胶短纤价格上涨，更多的是成本推动，而且，产品价格涨幅不及成本涨幅。
- 以山东海龙为例：9月底至今，短纤和棉短绒价格都上涨1400-1500元/吨，但由于1吨短纤需1.33吨棉短绒，所以产品价格涨幅不及成本涨幅，利润空间被压缩。



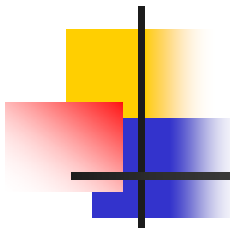
投资策略

- （1）上下游一体化
- 棉花减产、浆粕供应偏紧，上下游一体化企业更具有优势。
- （2）产品差别化
- 普通粘胶短纤竞争激烈，差别化产品价格高4000-5000元/吨，毛利更高。



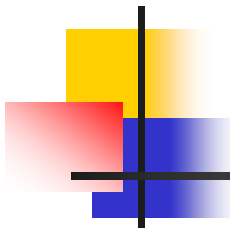
山东海龙（000677）

- 公司拥有粘胶短纤产能27万吨（其中差异化品种3.6万吨），长丝0.8万吨，浆粕24万吨。
- 出口比例：08年16.29%，09年中期13.60%。
- （1）浆粕完全自给，上下游一体化；
- （2）7月新建的10万吨粘胶短纤建成试生产，现已达产；
- （3）11月23日短纤提价400元/吨。
- （4）预计09、10EPS分别为0.15、0.35元/股。



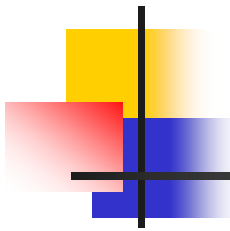
新乡化纤（000949）

- 公司拥有粘胶短纤产能6万吨，长丝6万吨，氨纶0.8万吨。
- 出口比例：08年21.51%，09年中期25.91%。
- （1）正在筹备增发，项目为4万吨差别化短纤（在建），预计10年建成。
- （2）预计09、10EPS分别为0.15、0.40元/股。



澳洋科技（002172）

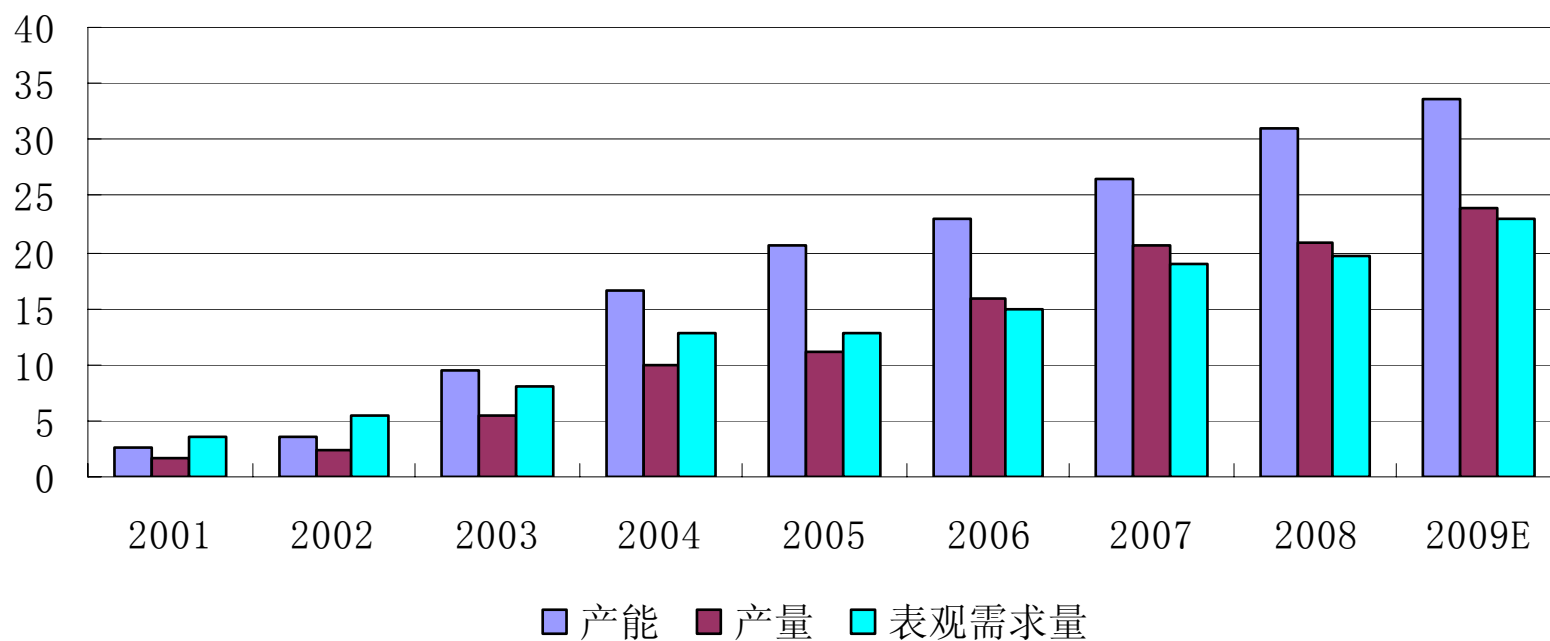
- 公司拥有粘胶短纤产能24万吨（在建8万吨），浆粕8万吨。
- （1）拥有权益产能17万吨，在粘胶短纤行业中业绩弹性最大；
- （2）预计09、10EPS分别为0.18、0.62元/股。

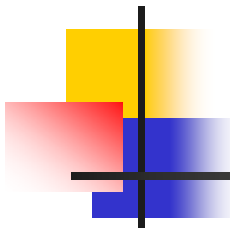


二、氨纶

- 投资逻辑：纺织服装行业出口复苏，将带动氨纶行业景气上行。
- 现状：
 - （1）产能过剩；
 - （2）产品价格稳定，暂无上涨驱动因素。

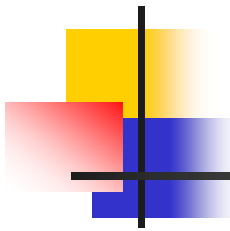
历年氨纶供需情况（万吨）





后市预测-看好

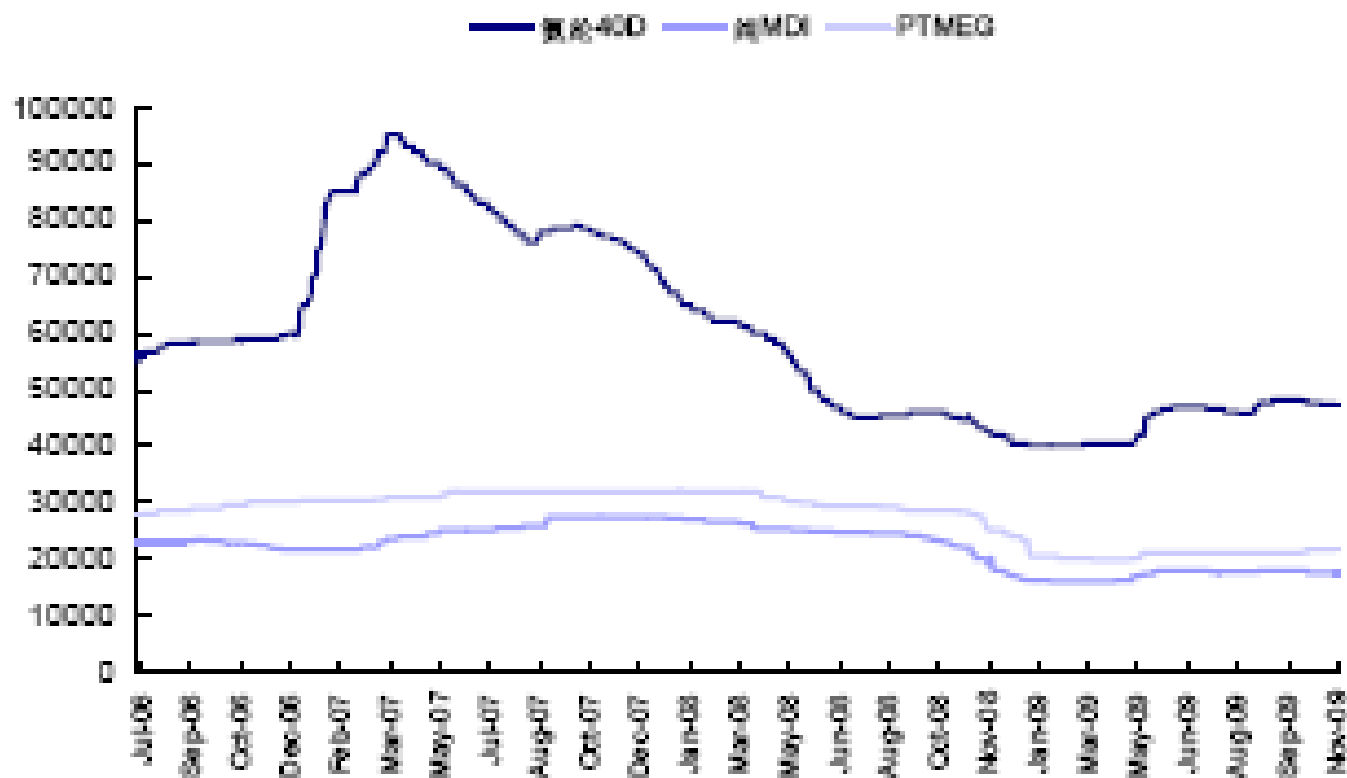
- 1、新增供给较少
- 09 扩产项目有：华峰1万吨，英威达0.7万吨、友利控股1.2万吨。
- 虽然部分公司如浙江开普特、常熟泰光、佛山英威达等有扩产计划，但这些扩产项目可能要
到10 年底才能建成。
- 预计10 年供求关系基本平衡。

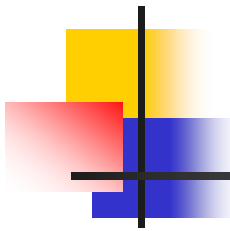


2、主要原料价格上涨空间不大

- 由于近两年产能快速扩张，氨纶主要原料-PTMEG和MDI价格未来上涨空间不大，氨纶成本将保持稳定。

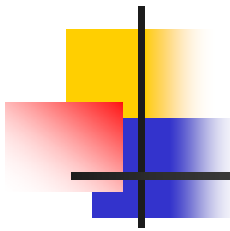
氨纶40D, 纯MDI 和PTMEG价格变化（元/吨）





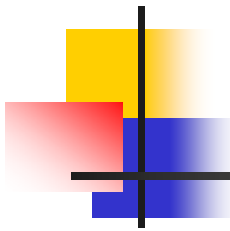
烟台氨纶（002254）

- 公司拥有氨纶产能2万吨，芳纶1313产能4300 吨。
- 出口比例：08年16.96%，09年中期9.92%。
- （1）氨纶生产满负荷，销售良好，毛利率达20% 。
- （2）受金融危机冲击，芳纶1313 出口量下滑，目前出口比例不到1/3（原超过一半）。09 年1 月份，1500 吨/年服装用间位芳纶装置暂时停产。
- （3）1000 吨/年芳纶1414 项目最快将于10 年底建成。
- （4）预计09、10EPS分别为0.60、1.16元/股。



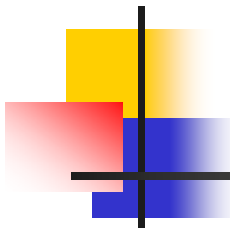
华峰氨纶（002064）

- 公司拥有氨纶产能4.2万吨，差别化率50%左右，处于国内领先水平。
- 出口比例：08年18.78%，09年中期9.85%。
- （1）下游进入淡季，销售有所下滑；
- （2）09年、10年暂无扩产计划；
- （3）预计09、10EPS分别为0.29、0.57元/股。



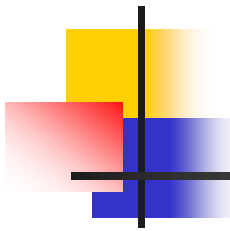
友利控股（000584）

- 公司拥有氨纶产能1.73万吨，在建1.2万吨。
- （1）在建的1.2万吨分3条线：1条试生产，2条建成，很快达产；
- （2）需求较好，三季度报毛利率4%，实际可达7%。
- （3）预计09、10EPS分别为0.05、0.30元/股。



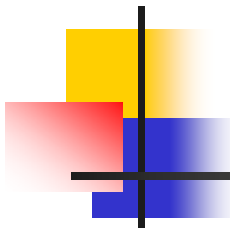
三、聚氨酯原料类

- 烟台万华（600309）
- 公司目前拥有MDI产能50万吨，同时在建宁波二期30万吨生产装置。
- 出口比例：08年20.67%，09年中期24.44%。
- （1）MDI价格判断：国内建筑保温市场暂未启动，供大于求，上涨空间不大。
- （2）业绩提升靠量的增长：a、宁波30万吨装置，预计10年中建成投产；b、拟通过搬迁项目扩大MDI装置产能，建设内容包括年产60万吨MDI、30万吨TDI等11套生产装置。
- （3）预计09、10EPS分别为0.76、0.94元/股。



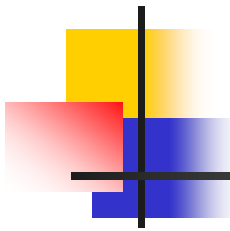
红宝丽（002165）

- 公司是国内硬泡组合聚醚、世界异丙醇胺行业的龙头企业。
- 出口比例：08年19.65%，09年中期22.28%。
- （1）盈利能力较好，综合毛利率达23%。
- （2）量的增加，推动业绩增长。公司原有4万吨/年的硬泡组合聚醚产能，目前正在新建5万吨/年项目。同时，公司将对原有的2万吨/年的异丙醇胺产能进行扩能改造，使其总生产能力提升至4万吨/年。预计该两项工程都将于10年春节前完工，届时，公司主导产品产能将翻番。
- （3）预计09、10EPS分别为0.67、0.97元/股。



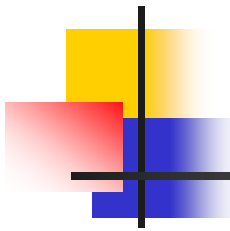
四、改性塑料

- 金发科技（600143）
- 国内改性塑料龙头企业。公司下游主要是家电、汽车等，直接和间接出口比例高达40%。
- 出口比例：08年4.98%，09年中期4.52%。
- （1）轻资产公司，宏观经济敏感性高；
- （2）09年是调整年，10年后业绩将快速增长；
- （3）房地产业务已不是拖累；
- （4）预计09、10EPS分别为0.23、0.49元/股。



海利得（002206）

- 全国最大的涤纶工业长丝和灯箱布制造企业之一。
- 出口比例：08年57.37%，09年中期58.13%。
 - （1）灯箱布大部分出口，出口市场较好。
 - （2）目前工业丝总产能7 万吨/年，其中车用丝占55%，不受美国轮胎特保措施影响。
 - （3）在建的5 万吨差别化工业丝（无车用丝）以及配套的12 万吨聚酯项目将于10 年二季度投产。
 - （4）预计09、10EPS分别为1.12、1.35元/股。



风险

- 出口复苏，将带动化工化工品出口量增加；但是，化工品价格是否上涨，仍有待观察。



报告结束



谢谢大家！