

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

2009年12月6日

复苏深化，三条主线仍是首选

基础化工行业2010年度投资策略

原材料

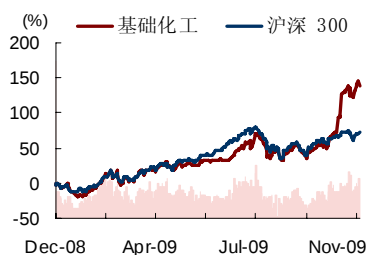
上证指数 3332

行业规模

		占比%
股票家数(只)	154	9.7
总市值(亿元)	7820	3.1
流通市值(亿元)	5607	3.8

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、《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
- 5、《2009 年度四季度投资策略——把握内需、低碳、油价上涨三条投资主线》2009/10/27
- 6、《黑猫股份(002068)——综合优势助行业龙头享受高开工率，持续成长值得期待》2009/11/13

基础化工

推荐(维持)

2010 年，建议继续遵循需求、低碳、高油价三条主线：关注需求强劲、基本面近期改善明显、启动提价的纯碱行业，龙头企业快速扩张的炭黑行业；低碳经济下继续关注受益行业，主推 MDI、组合聚醚和改性塑料行业；受益油价上涨的 PVC、BDO 和 PVA 相关公司。此外，关注农产品价格上涨背景下的化肥股投资机会。

- 三、四季度收入环比继续恢复，毛利率基本持平。随着需求的传导，三季度成本的上涨已经逐渐跟上收入的增长步伐，由于四季度为大多数化工品需求淡季，化工行业的收入、盈利情况将基本与三季度持平。化工行业的复苏从价格上涨快于量的回升的反弹阶段进入以量带价、协同回升的稳步复苏阶段，
- 2010 年稳步复苏是主旋律，延续三条主线投资思路。09 年化工行业初步复苏，出口对行业贡献将有限，2010 年内需消费仍是复苏的主要动力，建议继续关注内需、低碳和油价上涨三条主线，但复苏进程深化，需适当调整投资标的。
- “产能/内需相关性框架图”仍旧有效，把握启动提价的纯碱行业机会。地产、汽车的强劲需求需经玻璃传导至纯碱，当前玻璃月度量、价均已创下新高，强劲势头已连续 3 月有余，产能利用率提升终于使纯碱进入新一轮提价周期，推荐双环科技、三友化工、山东海化、青岛碱业，把握提价预期下的估值提升机会。汽车销售强劲、保有量的大幅提升和公路客、货量快速增长使炭黑需求强劲，拥有综合优势、成长性好、具有估值优势的炭黑龙头黑猫股份。
- MDI、硬泡组合聚醚、改性塑料同时受益于需求回暖和低碳经济。政府公布“制温室气体排放的行动目标”，发展低碳经济进入实质阶段，MDI 和硬泡组合聚醚将继续受益于建筑节能的推广期，而汽车用改性塑料企业在汽车轻量化、节能化趋势下，市场将更快成长。推荐烟台万华、红宝丽、金发科技。
- PVC、BDO 下游产业链和 PVA 将受益油价上涨。三者均为国内以煤头电石法生产，而国外用油、气头的乙烯或乙炔法的行业，油、气价上涨将使国内企业成本优势凸显，同时产品价格受到外盘支撑，推荐山西三维和皖维高新。
- 通胀预期下农产品上涨，把握化肥投资机会。目前国内和国际农产品价格均在上涨，同时国际和国内化肥价格也均在提升，预计明年化肥需求好于今年，推荐华鲁恒升、湖北宜化、云天化和盐湖钾肥。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
新安股份	48.80	5.89	1.23	1.76	39.7	27.7	3.9	强烈推荐-A
烟台万华	24.00	0.91	0.83	1.1	28.9	21.8	8.2	强烈推荐-A
利尔化学	26.07	0.49	0.68	0.93	38.3	28.0	6.5	强烈推荐-A
华鲁恒升	23.31	0.76	0.93	1.23	25.1	19.0	4.3	审慎推荐-A
湖北宜化	20.50	0.49	0.55	1.1	37.3	18.6	5.4	审慎推荐-A
红宝丽	27.95	0.60	0.69	0.92	40.5	30.4	8.8	审慎推荐-A
金发科技	11.64	0.16	0.23	0.45	50.6	25.9	5.6	审慎推荐-A
华峰氨纶	20.80	0.44	0.3	0.6	69.3	34.7	5.8	审慎推荐-A
久联发展	16.83	0.31	0.59	0.68	31.8	27.6	4.8	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、稳步复苏是主旋律，三条主线仍是首选	4
1、三、四季度：收入环比继续回复，毛利率基本持平。	4
2、2010 年：延续四季度策略，继续关注三大背景，把握阶段变化	6
1) 继续关注产能/需求相关度，把握各子行业景气提升进程	6
2) 哥本哈根会议前夕，中国公布“控制温室气体排放的行动目标”	7
3) 油价高位盘整，明年或将继续上行	8
二、子行业投资机会分析	9
三、重点公司评级	17

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	5
图 2: 2009 年 10 月化工行业 PMI 继续回升，创下金融危机以来新高	5
图 3: 产能/需求相关度框架图	6
图 4: 汽车销量继续保持强劲	7
图 5: 商品房销售“火爆”拉动新开工面积继续回升	7
图 6: 国内纱产量增速持续回升并达到较高水平	7
图 7: 国内服装产量维持在较高增速	7
图 8: 国内冰箱累计产量增速继续回升	7
图 9: 国内空调和洗衣机年内累计产量	7
图 10: WTI 油价维持高位并有继续上涨的趋势	8
图 11: 2009 年 10 月我国平板玻璃产量和价格均创出新高	9
图 12: 纯碱另一主要下游氧化铝的单月产量也创出新高	9
图 13: 2008 年我国纯碱主要企业的市场份额	9
图 14: 我国纯碱年内累计产量及增速	9
图 15: 华东地区轻质纯碱价格走势	10
图 16: 美国国内纯碱库存下降，价格上涨	10
图 17: 我国公路货运量及同比增速	11
图 18: 我国公路客运量及同比增速	11
图 19: 我国汽车年内累计产量及同比增速	11
图 20: 历年我国炭黑产量、表观消费量及同比增速	11
图 21: 黑猫股份炭黑出厂价变动趋势	12
图 22: 国内煤焦油产量市场价走势	12
图 23: 2005 年中国单车平均使用各类材料所占车重份额	13
图 24: 2005 年欧洲单车平均使用各类材料所占车重份额	13
图 25: 外盘 PVC 价格基本跟随原油变动	13
图 26: 国内电石价格较平稳，PVC 价格波动较大	13
图 27: 长三角地区 PVA 市场价	14
图 28: 国际农产品价格重拾涨势	15
图 29: 国内稻米价格上涨	15
图 30: 国内批发市场小麦平均价格上涨	15
图 31: 国内批发市场黄玉米平均价格上涨	15
图 32: 国内尿素价格走势	16
图 33: 贵州瓮福 64%DAP 出厂价走势	16
图 34: 美国海湾和中东尿素 FOB 价格均上涨	16
图 35: 美国海湾 64%磷酸二铵 FOB 价格上涨	16
图 36: 氯化钾温哥华 FOB 价格走势	16
图 37: A 股基础化工各子行业四季度涨幅	17

图 38: 基础化工行业历史PEBand	17
图 39: 基础化工行业历史PBBand	17
表 1: A 股基础化工板块上市公司单季度营业收入	4
表 2: A 股基础化工板块上市公司 09Q3 毛利率与 09Q2 基本持平	4
表 3: 2001~2005 年世界部分国家碳排放强度	8
表 4: 保温外墙领域对 MDI 的需求测算	12
表 5: 我国聚乙烯醇主要上产厂家的概况	14

一、稳步复苏是主旋律，三条主线仍是首选

1、三、四季度：收入环比继续恢复，毛利率基本持平。

三季度 A 股化工企业营业收入环比继续回升，但同比仍大幅低于去年，主要是由于大部分产品的价格尚未回升至去年同期水平。其中三季度收入同比实现增长的有纺织化学品、民爆、日用化学品和橡胶制品行业。

而毛利率的变动情况与我们四季度策略报告中的预测相符，大多数行业三季度毛利率较二季度基本持平。可见，随着需求的传导，成本的上涨已经逐渐跟上收入的增长步伐，化工行业的复苏从价格上涨快于量的回升的反弹阶段进入以量带价、协同回升的稳步复苏阶段，由于四季度为大多数化工品需求淡季，化工行业的收入、盈利情况将基本与三季度持平。

表 1：A 股基础化工板块上市公司单季度营业收入

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	Q3 同比	Q3 环比
化工新材料	89.6	73.3	62.6	76.7	82.2	-8.3%	7.2%
化学纤维	91.0	64.1	60.6	76.3	85.2	-6.4%	11.7%
纯碱	49.2	34.0	27.2	35.5	36.1	-26.6%	1.7%
氯碱	88.0	57.9	56.0	71.7	79.2	-10.0%	10.4%
无机盐	24.1	24.1	16.6	22.3	25.0	3.8%	12.2%
氮肥	131.1	108.2	129.6	129.5	113.2	-13.6%	-12.6%
磷肥	9.2	5.5	6.5	7.3	6.6	-28.2%	-9.2%
钾肥	45.8	20.6	41.4	15.5	24.8	-45.9%	59.9%
日用化学品	23.2	15.4	18.8	23.1	25.1	8.3%	8.9%
农药	59.9	44.5	48.3	52.2	42.4	-29.2%	-18.6%
民爆用品	4.5	5.9	3.9	6.7	6.2	38.1%	-7.0%
纺织化学品	14.7	19.7	14.9	17.8	19.4	32.0%	8.6%
塑料	71.9	46.4	41.4	60.7	65.0	-9.7%	7.0%
橡胶	72.2	47.4	47.6	64.8	73.6	1.9%	13.6%

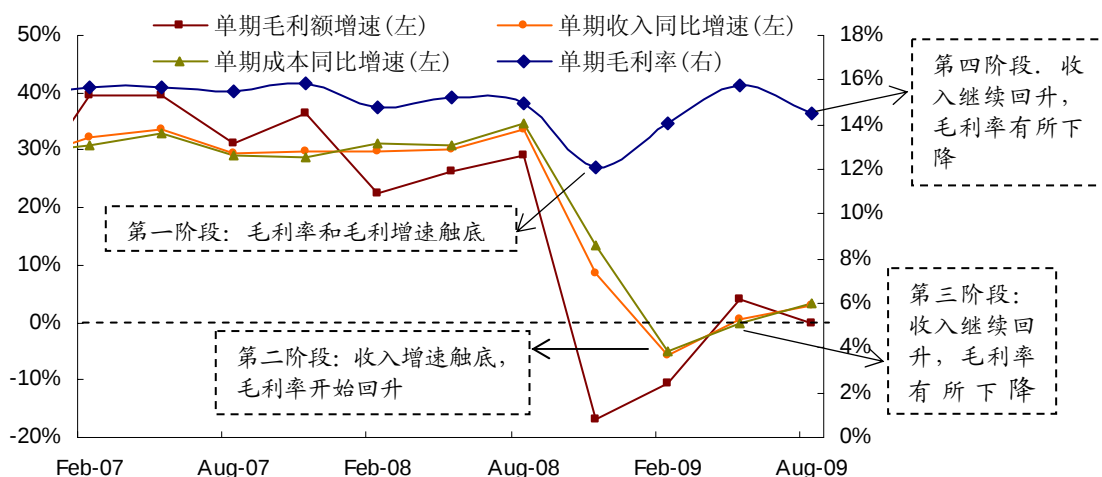
资料来源：Wind，上市公司季报，招商证券整理 单位：亿元

表 2：A 股基础化工板块上市公司 09Q3 毛利率与 09Q2 基本持平

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	Q3 同比	Q3 环比
化工新材料	19.8%	11.5%	16.0%	20.2%	19.0%	-0.8%	-1.2%
化学纤维	7.5%	-7.4%	2.2%	15.5%	16.6%	9.1%	1.1%
纯碱	16.2%	-1.8%	4.8%	9.7%	8.7%	-7.5%	-1.0%
氯碱	10.8%	0.1%	9.6%	10.0%	-4.1%	-14.9%	-14.1%
无机盐	34.0%	27.1%	20.5%	20.0%	20.2%	-13.8%	0.1%
氮肥	19.5%	15.5%	14.0%	15.4%	14.7%	-4.8%	-0.7%
磷肥	4.0%	-3.7%	3.3%	6.8%	4.6%	0.6%	-2.2%
钾肥	72.9%	57.7%	77.8%	48.5%	53.8%	-19.1%	5.3%
日用化学品	30.0%	31.5%	28.0%	34.6%	30.4%	0.4%	-4.2%
农药	28.1%	17.4%	16.9%	19.5%	16.3%	-11.8%	-3.3%
民爆用品	28.5%	37.5%	37.3%	40.1%	41.0%	12.5%	0.9%
纺织化学品	28.5%	17.9%	26.0%	28.2%	0.1%	-28.4%	-28.1%
塑料	11.4%	6.2%	12.8%	15.2%	15.3%	3.9%	0.1%
橡胶	9.0%	0.3%	11.5%	21.2%	19.6%	10.6%	-1.5%

资料来源：Wind，上市公司季报，招商证券整理

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

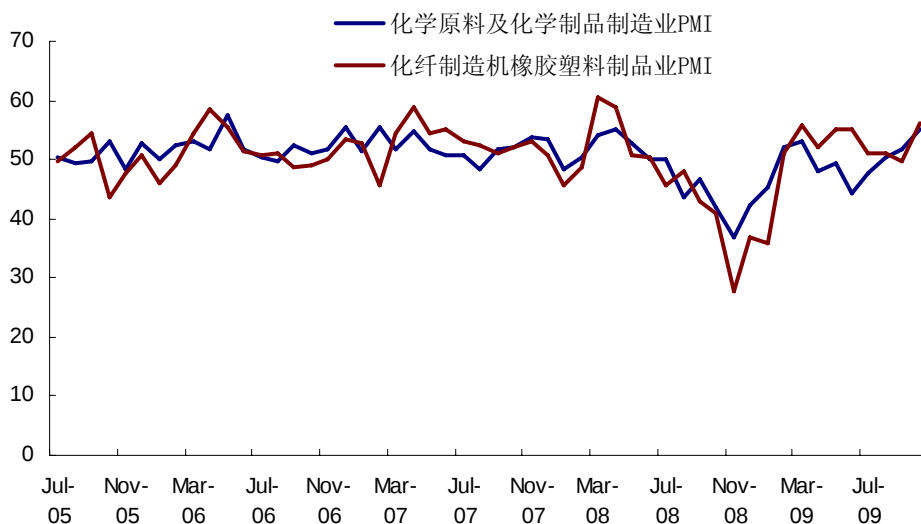


资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券 注释: 单期指 1~2 月, 3~5 月, 6~8 月, 9~11 月

复苏路径:

- 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, 毛利率持平或有所下降, 由于去年同期是景气高点, 产品价格、需求回升及油价上涨使成本上升。
- 09 年四季度: 化工品需求淡季, 油价维持高位, 量价协同、毛利率平稳, 化工行业 PMI 继续回升。

图2: 2009年10月化工行业PMI继续回升, 创下金融危机以来新高



资料来源: CEIC, 国家统计局

2、2010 年：延续四季度策略，继续关注三大背景，把握阶段变化

继续把握需求、低碳、油价上涨三条主线

我们在 09 年四季度策略报告中提出在本轮经济复苏中，现阶段应投资化工行业中具有以下特点的行业或企业，即把握内需、低碳和油价上涨三条投资主线：

- 与需求恢复较好的下游行业(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利润率提升的行业。
- 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。

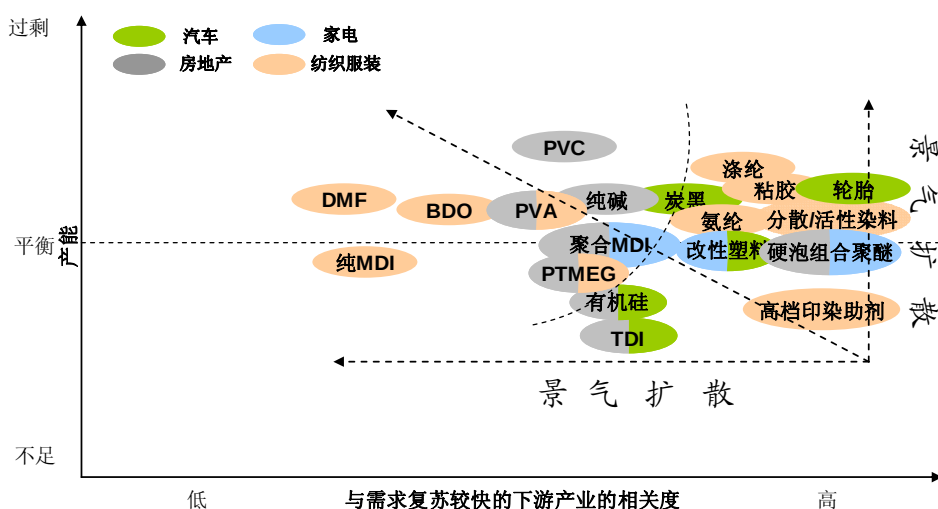
我们预计：2010 年，内需强劲、低碳经济投资加大、油价维持高位甚至继续上涨的三大背景和趋势不会改变，相关上市公司仍将是较好的投资标的。

1) 继续关注产能/需求相关度，把握子行业景气提升新进程

10 月份的四季度策略报告中，我们运用构建的“产能/内需相关度框架图”，推荐大家关注有机硅、TDI、MDI（同时涉及低碳经济）、氨纶、印染行业、轮胎、粘胶和硬泡组合聚醚行业的投资机会。目前，欧美经济尚在在复苏初期，出口对经济的拉动仍将有限，中央经济工作会议提出明年要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，国内地产、汽车、家电、服装等行业的需求将继续保持高水平，仍将继续拉动上游化工子行业的复苏进程，上述与这些行业相关度高的化工子行业仍将继续受益，但新的复苏点也以涌现。

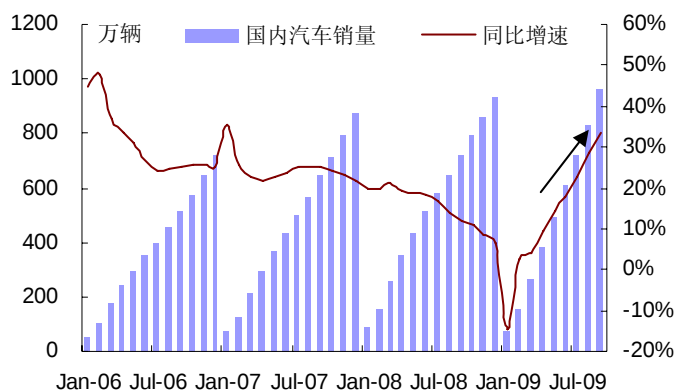
目前，部分在“框架图”中需求传导路径较长或者产能过剩相对严重的子行业已浮现出景气度正在提升的迹象，把握这些行业的投资机会，将成为我们下一年的投资策略之一，因此，“产能/内需相关度框架图”将在 2010 年的投资机会筛选中继续适用，我们将延续四季度策略报告中的方法，继续寻找各子行业在复苏中的投资机会。

图3：产能/内需相关度框架图



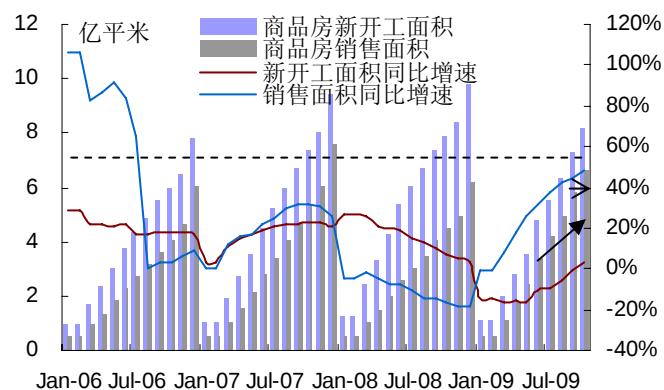
资料来源：招商证券 注：以各化工品在汽车、房地产、家电和服装四个行业中的应用比例来表示这些行业的复苏对某化工品需求恢复的拉动强度，即横轴的相关度，越靠近右边的化工品受到上述行业的影响越明显。同时，我们考虑产能过剩对产品价格抑制，越靠近下方的化工品，表示最近的一个正常年份里，产能自给率越低。综合来看，越靠近右下方的子行业将较早的迎来产品的量和价提升，而越靠近左上方的化工品受到上述下游行业拉动较慢、获得提价能力较晚。其中弧线大致划分了当前个子行业所处的复苏状态。

图4：汽车销量继续保持强劲



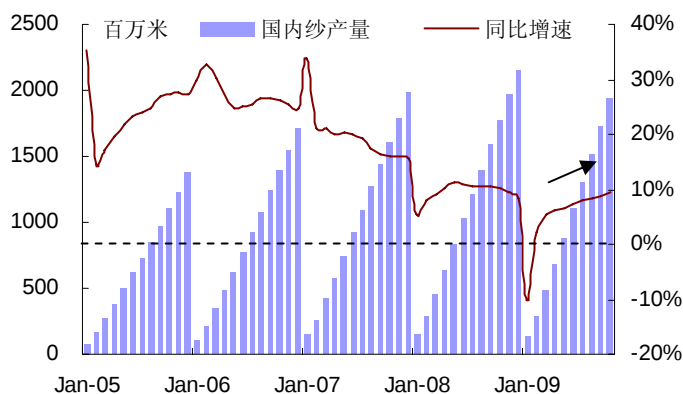
资料来源：Wind，招商证券

图5：商品房销售“火爆”拉动新开工面积继续回升



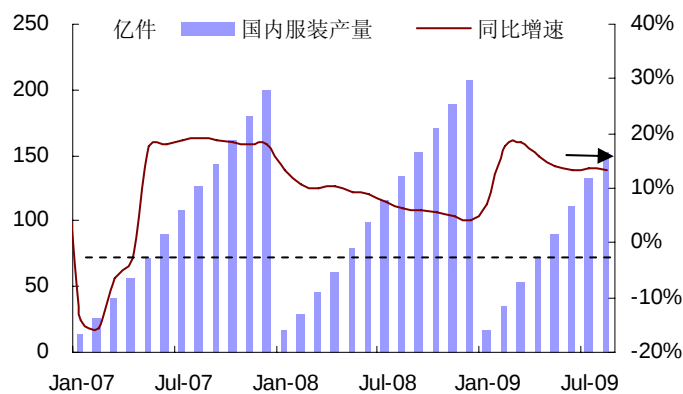
资料来源：Wind，招商证券

图6：国内纱产量增速持续回升并达到较高水平



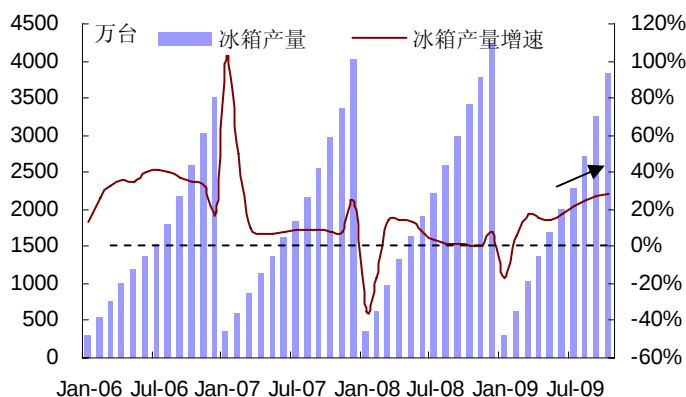
资料来源：Wind，招商证券

图7：国内服装产量维持在较高增速



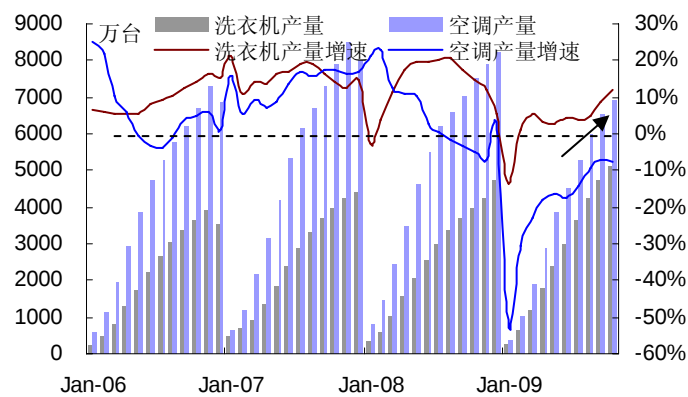
资料来源：Wind，招商证券

图8：国内冰箱累计产量增速继续回升



资料来源：Wind，招商证券

图9：国内空调和洗衣机年内累计产量



资料来源：Wind，招商证券

2）哥本哈根会议前夕，中国公布“控制温室气体排放的行动目标”

2009年11月25日，温家宝总理主持召开国务院常务会议，研究部署应对气候变化工作，会议首次提出了到2020年中国控制温室气体排放的行动目标。会议提出“到2020年，中国单位GDP二氧化碳排放比2005年下降40%-45%，非化石能源占一次能源消费的比重达到15%左右，森林面积比2005年增加4000万公顷，森林蓄积量比2005年增加13亿立方米”，这是我国首次正式公布了长期减排的具体目标规划。

要实现这一目标，需要全社会、各行业的共同努力，其中，与节能减排密切相关的汽车节能、建筑建筑的进程将进一步加速。相关的化工类上市公司有望受益。

表 3：2001~2005 年世界部分国家碳排放强度

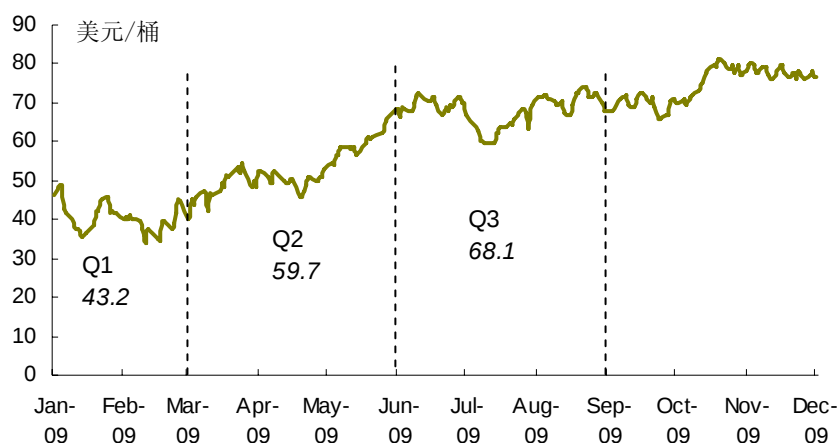
国家	2001	2002	2003	2004	2005
美国	0.58	0.57	0.56	0.55	0.54
日本	0.37	0.37	0.38	0.37	0.36
德国	0.43	0.41	0.43	0.42	0.41
中国	0.52	0.53	0.57	0.62	0.63
英国	0.38	0.36	0.36	0.35	0.36
法国	0.27	0.27	0.26	0.26	0.26
意大利	0.32	0.32	0.34	0.42	0.42
西班牙	0.40	0.41	2.1	4.1	0.42
加拿大	0.61	0.61	0.63	0.62	0.61
巴西	0.26	0.25	0.25	0.24	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

3) 油价高位盘整，明年或将继续上行

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，油价继续向 80 美元冲高，四季度原油均价将超过三季度。而随着全球经济的回暖、通胀预期的加强以及美元贬值的中长期趋势难改，2010 年，油价继续走高的可能性仍较大。

图10： 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

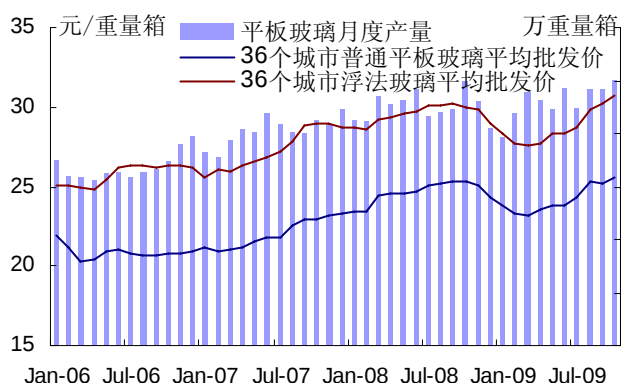
二、子行业投资机会分析

1) 纯碱: 行业开工率已达高位, 龙头企业启动提价进程, 抑制产能过剩进入实质阶段。

推荐纯碱类上市公司: 双环科技、三友化工、山东海化、青岛碱业, 把握纯碱提价催化下的估值提升的投资机会。

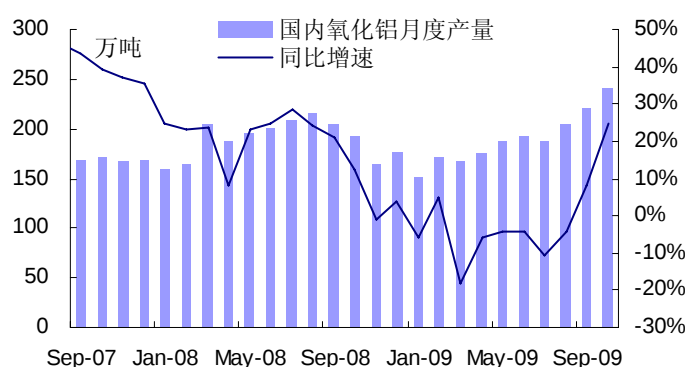
- 下游房地产投资和汽车产销势头强劲, 作为纯碱主要下游的玻璃行业已领先几个月进入新一轮量价齐增的景气周期, 09 年 10 月的平板玻璃产量和 36 个城市平均批发价已创出了历史新高, 三季度, 玻璃企业的毛利率从达到历史高点。纯碱的需求虽然也从三季度开始出现明显回升, 开工率不断提升, 但是之前由于存在产能过剩的情况, 纯碱价格一直处于底部。
- 停产玻璃窑的重启成本很高, 玻璃厂一般要在确定玻璃景气回升的形势后才会重启停产的玻璃窑炉, 目前玻璃行业量价齐升的回暖势头已持续 3 个月以上, 前期停产的玻璃窑也将陆续重启, 对纯碱的需求即将跃上新的台阶。

图11: 2009年10月我国平板玻璃产量和价格均创出新高



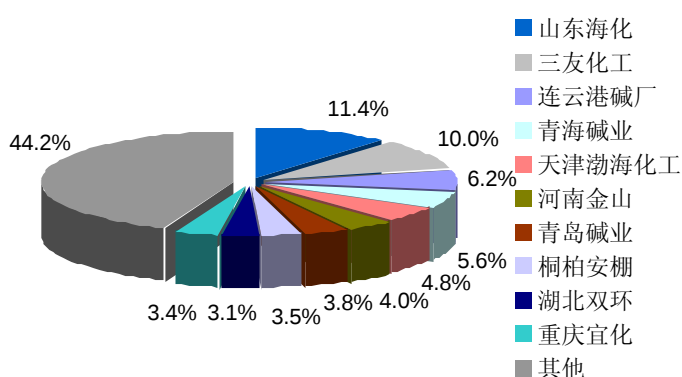
资料来源: CEIC、招商证券

图12: 纯碱另一主要下游氧化铝的单月产量也创出新高



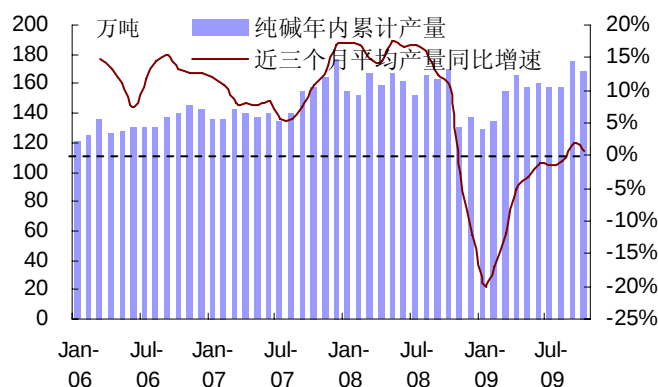
资料来源: 中经网, 招商证券

图13: 2008年我国纯碱主要企业的市场份额



资料来源: 招商证券

图14: 我国纯碱年内累计产量及增速



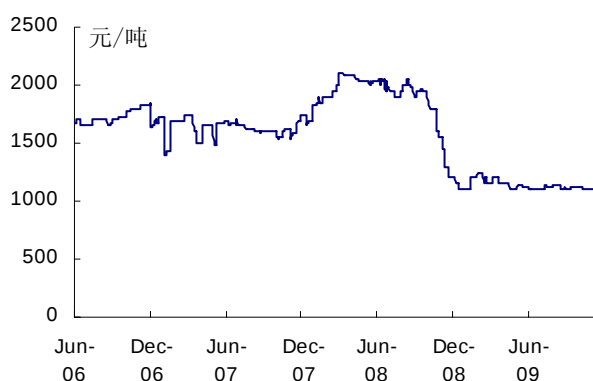
资料来源: 中经网, 招商证券

- 纯碱属化工行业中产能集中度较高的子行业。至 2008 年底, 我国共有纯碱产能约 2100 万吨。前十大纯碱企业(暂将湖北双环和重庆宜化分开计算) 的产能共计 1150 万吨, 占全国产能的 52%, 前两位的山东海化和三友化工的市场份额分别超过和接近 10%, 双环科技在完成于重庆宜化的合并后, 产能也达到 200 万吨, 使集中度进一步提升。纯碱行业中“中国名牌”产品的合计市场占有率超过 50%, 是化

工行业中大企业占比较大的子行业。

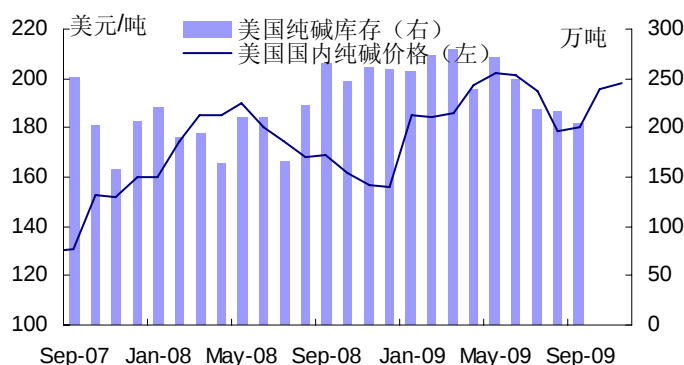
- 《纯碱行业准入条件》将明显提高扩产的有序性和供需平衡性，优势将继续向大企业集中。近日，《纯碱行业准入条件》进入征求意见阶段。规定东部地区，东北、华北、西南地区，不再审批新建、扩建的氨碱法纯碱项目和不同时具备靠近能源产地、有自备盐场并能保证原盐自给、靠近纯碱和氯化铵市场、交通运输方便的新建、扩建联碱项目。我们认为，《纯碱行业准入条件》正式实施后，苛刻的新、扩建项目审批条件基本上只有目前已占据资源和技术优势的大企业可满足（某些技术指标，部分大企业目前尚无法达到），此后的产能扩张将几乎只在现有大企业中进行，优势将进一步向龙头企业集中，行业集中度将进一步提升。预计在经过此轮较大规模的扩产后，产能增速将受到明显抑制长期的供需平衡性将会得到较好保障。

图15：华东地区轻质纯碱价格走势



资料来源：化工在线，招商证券

图16：美国国内纯碱库存下降，价格上涨



资料来源：USGS，招商证券

近期，大纯碱厂的开工率已经普遍达到高位，有的企业甚至已经达到100%，加上原盐、煤价和电价上涨，各主要纯碱企业都或正准备上提价格。同时，全球主要纯碱出口国美国的国内纯碱价格在厂家限产和需求回升的共同作用下，库存持续下降，11月价格已回升至接近历史高位，其国内市场的吸引力逐渐增强，如果需求进一步好转，预计美国纯碱厂家将提升开工率以优先来满足国内需求，出口力度将有所减弱，中国纯碱在国际市场的竞争力将增强，出口有望好转。

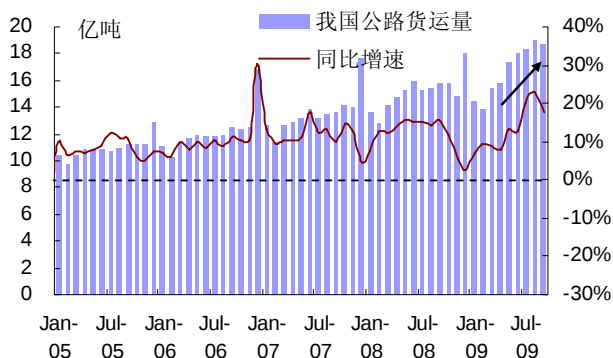
我们预计，纯碱价格已进入新一轮上涨周期，配合抑制产能过剩带来的中长期利好。纯碱上市公司的投资机会来临。

2) 炭黑：汽车持续旺销带来保有量提升，加上公路客、货运量回升，替换轮胎的刚性需求较有保障，支撑炭黑需求，龙头公司素质超群。

关注拥有技术工艺、产能规模、市场布局、原料供应、客户关系及经营管理等全方位综合优势，具有提价能力和持续扩张能力的炭黑龙头。推荐**黑猫股份**，短期估值具有优势，关注成长性和长期投资价值。

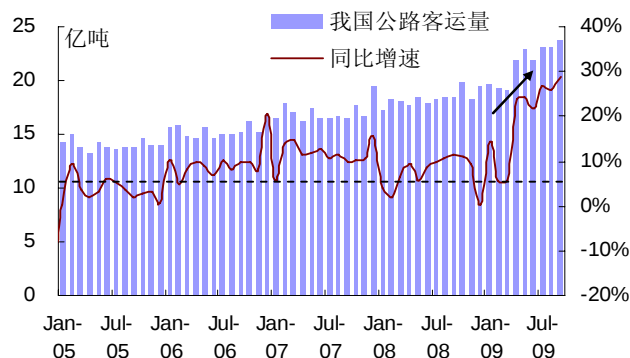
炭黑行业发展的主要背景：1、在上游，国家力主焦化行业整合，小焦化厂将减少，低质低价煤焦油来源减少；2、新批炭黑企业门槛提升，产能在6万吨/年以上，且必须配备尾气综合利用系统；3、在下游，轮胎行业集中度正在提升。产业链正向着“大焦化厂—大炭黑厂—大轮胎企业”的格局迈进。

图17: 我国公路货运量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券

图18: 我国公路客运量及同比增速



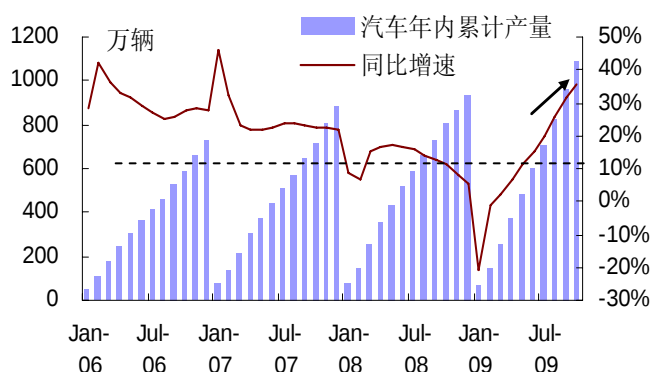
资料来源: 国家统计局, 招商证券

炭黑需求将保持旺盛。此外, 09 年汽车销量的爆发式增长使我国汽车保有量迅速提升, 同时经济复苏加快了公路客、货运量的回暖, 使轮胎替换需求增长。2009 年 10 月单月, 国内汽车产量 122.9 万辆, 较上月 133.2 万辆有所回落, 但国内当月轮胎产量达 5902 万条, 较上月继续增长, 再次创出历史高点。因此, 我们认为明年汽车行业继续保持今年的高增速的可能性不大, 但是由于替换轮胎需求相对刚性, 炭黑的需求仍将保持较高的增速。

黑猫股份在炭黑行业整体产能过剩的情况下, 却能以低成本、高品质的产品积极抢占市场份额, 2 季度以来基本保持了满负荷开工。

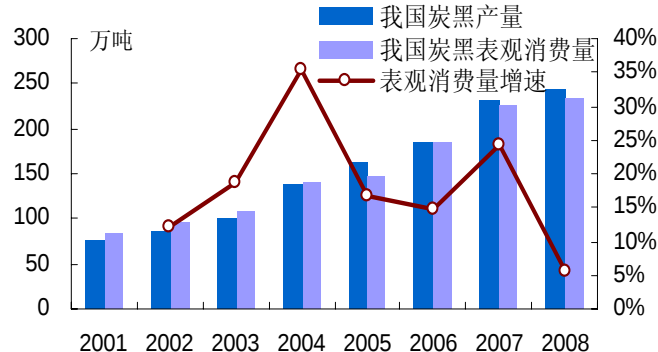
- 公司在反应炉炉温、预热空气温度、原料单耗等关键技术指标上领跑国内企业, 尾气和余热的综合利用系统完善, 综合效益突出; 公司产品已经受到世界领先轮胎企业认可, 并且产品无需处理直接进入轮胎生产线;
- 市场占有率高, 对上游可在焦化厂开工率下滑时优先获得原料供应; 产品供不应求, 对下游具有较强议价能力, 成本+合理毛利率的定价模式能较好的转嫁成本压力, 如 11 月份以来, 煤焦油价格出现较明显的上涨, 公司 12 月起即实现了产品提价。
- 以快速的扩张步伐在韩城、朝阳、乌海等原料、市场集中区域进行产能布局, 乌海项目 4#线完成后, 总产能将达到 46 万吨, 之后还将继续新建西南、西北基地; 预计到 2012 年产能可达 70 万吨, 之后将在焦化厂基本整合完毕的背景下继续以兼并收购的扩张, 是正在高速成长的行业整合者, 中长期投资价值值得关注。

图19: 我国汽车年内累计产量及同比增速

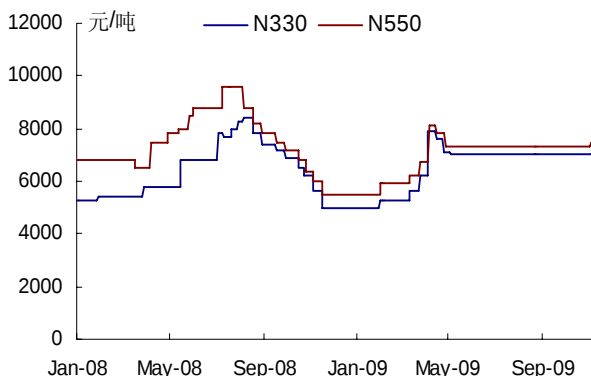


资料来源: Wind 资讯, 招商证券

图20: 历年我国炭黑产量、表观消费量及同比增速



资料来源: 招商证券

图21：黑猫股份炭黑出厂价变动趋势


资料来源：百川资讯、招商证券

图22：国内煤焦油产量市场价走势


资料来源：化工在线、招商证券

3) MDI、硬泡组合聚醚、改性塑料：同时受益于需求回暖和低碳经济

MDI、硬泡组合聚醚：受益建筑节能推广预期，推荐烟台万华、红宝丽

目前中国建筑运行能耗约占社会总能耗的 1/4，北方地区的采暖能耗超过了当地社会总能耗的 40%。在建筑能耗中，采暖、制冷是最耗能的，占整体比例的 6 成以上。我国单位建筑面积采暖能耗是气候相近国家平均能耗的 2 至 3 倍。中国房屋住宅的能量损失大致为墙体约占 50%；屋面约占 10%；门窗约占 25%；地下室和地面约占 15%。我国建筑高能耗的主要原因之一就是使用的建筑材料保温隔热性能差。

在节能减排的大趋势下，中国建筑节能的标准正逐步提高，不过进展有限，但如果要实现承诺的碳减排目标，推广保温性能最好的聚氨酯硬泡进行建筑保温将是立竿见影的方法之一，如果相关鼓励或补贴政策出台，烟台万华和红宝丽将成为最直接的受益者。而冰箱消费的持续旺盛也为两公司明年保持较好的经营业绩奠定了基础。

我国墙体保温材料的市场空间巨大。欧美等发达国家的建筑保温材料中约有 49% 为聚氨酯材料，而在我国 430 亿平米的建筑中，这一比例仅为 8%，聚氨酯硬泡能的需求量十分巨大。

表 4：建筑保温领域对 MDI 的需求测算

政策扶持力度	存量建筑改造比例	新建建筑使用保温外墙比例	聚氨酯硬泡所占比例	应用面积 (亿平方米)	年 MDI 消费量(万吨)
乐观	5%	60%	30%	4.02	32.1
中性	4%	40%	20%	2.02	16.1
悲观	3%	20%	10%	0.68	5.4

资料来源：招商证券研发中心

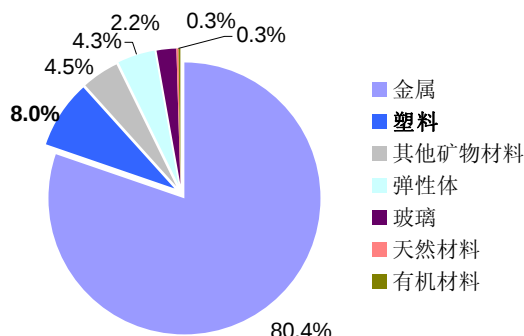
改性塑料：受益汽车节能化、轻量化趋势，推荐：金发科技

汽车是另一耗能大户，要实现减排目标，汽车的节能化、轻量化是重要的手段之一。由于 1kg 塑料可以替代 2~3kg 钢等更重的材料，而汽车自重每下降 10%，油耗可以降低 6%~8%，所以增加塑料在汽车中的用量可以降低整车成本、重量，达到节能效果。自 20 世纪 70 年代开始，塑料占汽车自重的比例不断提高，国际上平均单车的塑料用量从上世纪的 50~60kg 发展到 2000 年的 105kg，到 2005 年已经进一步提高到 150kg。从内饰件到外饰件再到功能件、结构件，越来越多的金属部件被改性塑料部件所取代。而

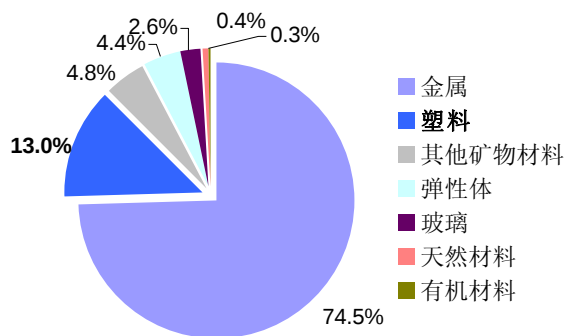
我国汽车的单车塑料的平均用量和发达国家还有较大差距，汽车用改性塑料的前景广阔。

金发科技拥有 10 万吨汽车用改性聚丙烯产能，将受益于汽车的节能化、轻量化趋势，同时，家电需求的旺盛也将保障公司家电用改性塑料的良好需求。

图 23: 2005 年中国单车平均使用各类材料所占车重份额 图 24: 2005 年欧洲单车平均使用各类材料所占车重份额



资料来源: 招商证券



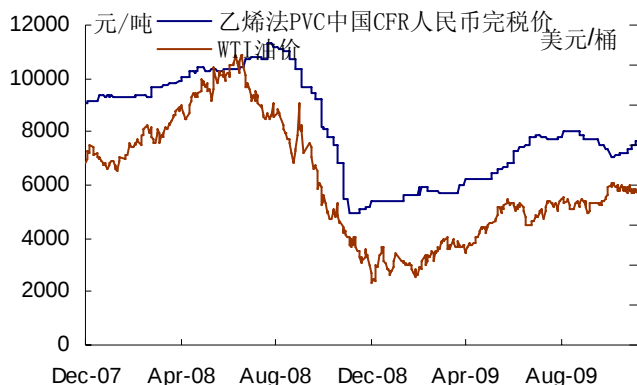
资料来源: 招商证券

4) 油价上涨背景下，国内煤头而国外油/气头的化工品将受益国际价格的上涨

PVC: 受益于需求回暖和国际原油、天然气价格上涨，推荐拥有一体化产业链、成本优势明显的英力特。

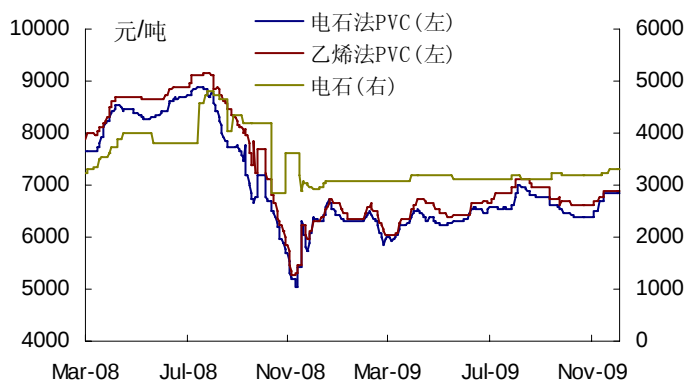
国内以电石法为主生产 PVC，而国外以乙烯法为主，油价和天然气价格的上涨将使国外 PVC 的成本上升，而国内煤炭资源丰富，电石供应充足，价格相对稳定，随着外盘乙烯法 PVC 价格的上涨，国内电石法 PVC 将逐渐体现出成本优势，在市场上的竞争力将提升，价格也会在较高外盘报价的带动下得到一定的提升。推荐自备电厂、电石自给率达到 100%、并拥有估值优势的英力特。

图 25: 外盘 PVC 价格基本跟随原油变动



资料来源: 隆众石化商务网, 招商证券

图 26: 国内电石价格较平稳，PVC 价格波动较大



资料来源: 百川资讯, 招商证券

THF/PTMEG/γ-丁内酯: 推荐拥有完整产业链和丰富产品线的山西三维

正常年份，THF/PTMEG 和 γ-丁内酯的国内产能较为平衡，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。但是，值得注意的是国际上

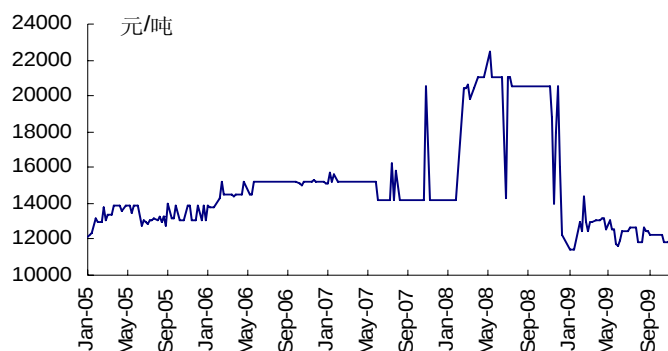
THF/PTMEG/ γ -丁内脂的原料 BDO 主要油石油或天然气生产,为石油乙烯法或天然气乙炔法,而国内山西三维采用非石化原料电石生产 BDO,成本基本不受油价影响。而近期油价已接近 80 美元/桶,天然气价格也开始上涨,国际厂商 BDO 及其下游产品的成本将提升,如巴斯夫近日自 10 月 1 日起在整个欧洲范围内对 BDO 及其衍生物实施新的涨价后的价格体系,其中 BDO 上调 150 欧元/吨,THF 每吨上涨 100 欧元,PTMEG 每吨上涨 100 欧元、 γ -丁内脂每吨上调 100 欧元。

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/PTMEG 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: 推荐皖维高新、山西三维

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,油价持续高位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,而目前产品价格处于底部,具有较大的提价空间,业绩弹性较大。推荐国内 PVA 产能最大的企业皖维高新和山西三维。

图 27: 长三角地区 PVA 市场价



资料来源: 招商证券

表 5: 我国聚乙烯醇主要上产厂家的概况

生产厂家名称	生产能力(万吨)	生产工艺	备注
安徽皖维新材料股份有限公司	10	电石乙炔法	
山西三维集团股份公司	10	电石乙炔法	
中石化四川维尼纶厂	6.5	天然气乙炔法	2010 新增 10 万吨/年产能
中石化上海石油化工公司	4.6	石油乙烯法	
湖南湘维有限公司	9.5	电石乙炔法	2008 年扩增 5.0 万吨/年
福建纺织化纤集团有限公司	6	电石乙炔法	
江西化纤化工有限公司	3.5	电石乙炔法	
贵州水晶有机化工集团公司	3	电石乙炔法	
云南云维股份有限公司	3	电石乙炔法	
广西广维化工有限公司(已被皖维收购)	3.5	电石乙炔法	
兰州维尼纶厂	2.5	电石乙炔法	
北京东方石油化工公司	3.5	石油乙烯法	
石家庄化工化纤公司	1	电石乙炔法	
合计	66.6		

资料来源: 招商证券

敬请阅读末页的免责条款

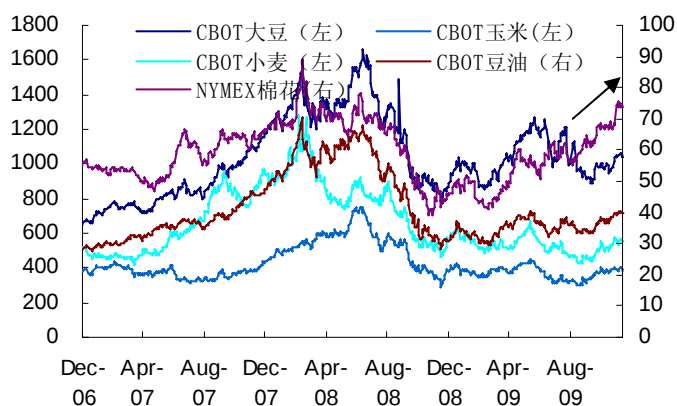
5) 化肥: 通胀预期下, 农产品价格走高, 国内用肥旺季临近, 同时国际化肥价格上涨, 关注化肥行业阶段性机会。

推荐拥有技术工艺、规模和管理优势, 盈利能力突出的**华鲁恒升**、**湖北宜化**、**云天化**, 拥有垄断资源优势的**盐湖钾肥**。

- 各国的经济刺激政策导致流动性充裕, 加上全球经济已经走上复苏的轨道, 通胀预期来临, 近期国际农产品价格已经表现出涨势, 而国内农产品价格的上涨仍在持续, 且有加速上涨的迹象, 加上国内收储对粮价的支撑, 农民种粮受益提升, 预计其2010年的用肥积极性将出现回升。
- 四季度以来, 在冬储、出口和明年春耕货源紧张等消息影响下, 国内化肥价格在底部徘徊多时后开始反弹, 国内尿素价格已较低点上涨 200 元/吨, 一铵价格已上涨了 400~500 元/吨, 二铵的价格上涨了约 200 元/吨, 中化和中农氯化钾的最新报价已经达到 2700 元/吨, 与低点时 2400 元的市场价相比也明显上涨, 而且主要化肥企业的订单饱满, 市场货源较为紧张。
- 国际化肥价格近期也明显开始反弹, 美国海湾 64%DAP 的 FOB 价格以上涨至 342 美元/吨, 美国海湾坦帕港尿素 FOB 价格也较 10 月底反弹超过 70 美元/吨至 347 美元/吨, 中东尿素 FOB 价格也上涨超过 45 美元/吨至 325 美元/吨。

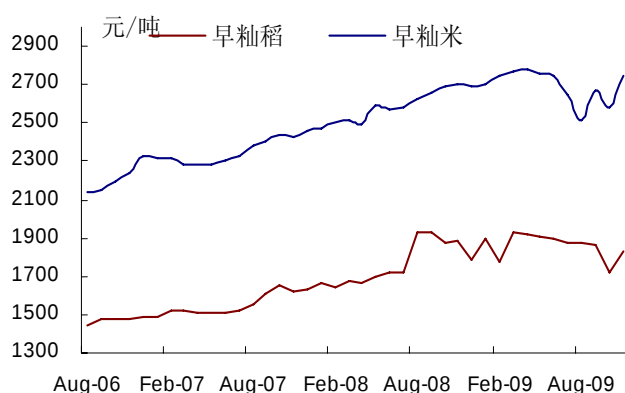
虽然特别出口关税尚不会调整, 化肥价格上涨中也有成本上升的因素, 但是农产品价格的上涨将会刺激农民的用肥积极性, 预计明年的化肥消费量将会好于今年。

图28: 国际农产品价格重拾涨势



资料来源: 百川资讯, 招商证券

图29: 国内稻米价格上涨



资料来源: 国家粮食局, 招商证券

图30: 国内批发市场小麦平均价格上涨



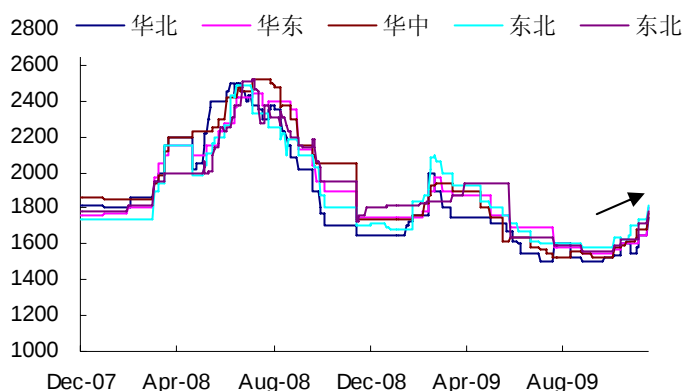
资料来源: 国家粮食局, 招商证券

图31: 国内批发市场黄玉米平均价格上涨



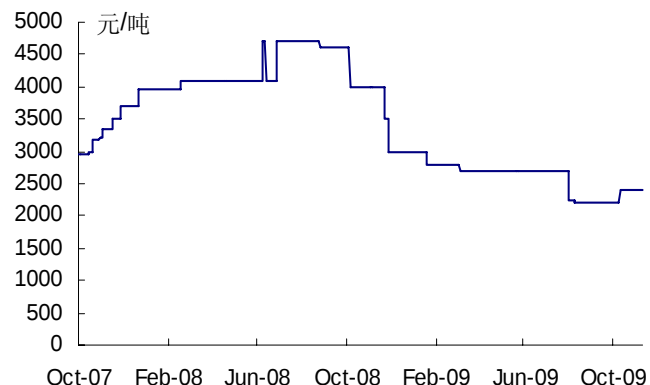
资料来源: 国家粮食局, 招商证券

图32: 国内尿素价格走势



资料来源: 百川资讯, 招商证券

图33: 贵州瓮福64%DAP出厂价走势



资料来源: 百川资讯, 招商证券

图34: 美国海湾和中东尿素FOB价格均上涨



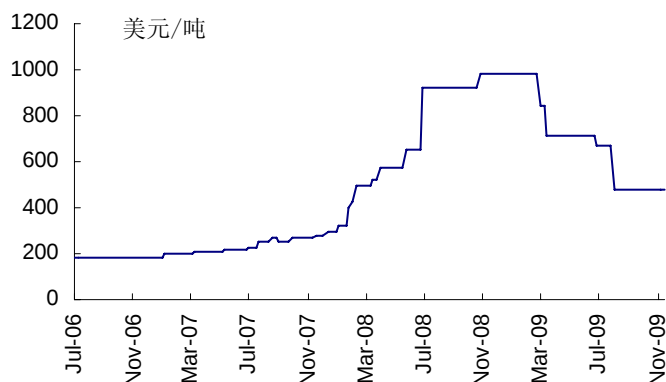
资料来源: Bloomberg, 招商证券

图35: 美国海湾64%磷酸二铵FOB价格上涨



资料来源: 百川资讯, 招商证券

图36: 氯化钾温哥华FOB价格走势



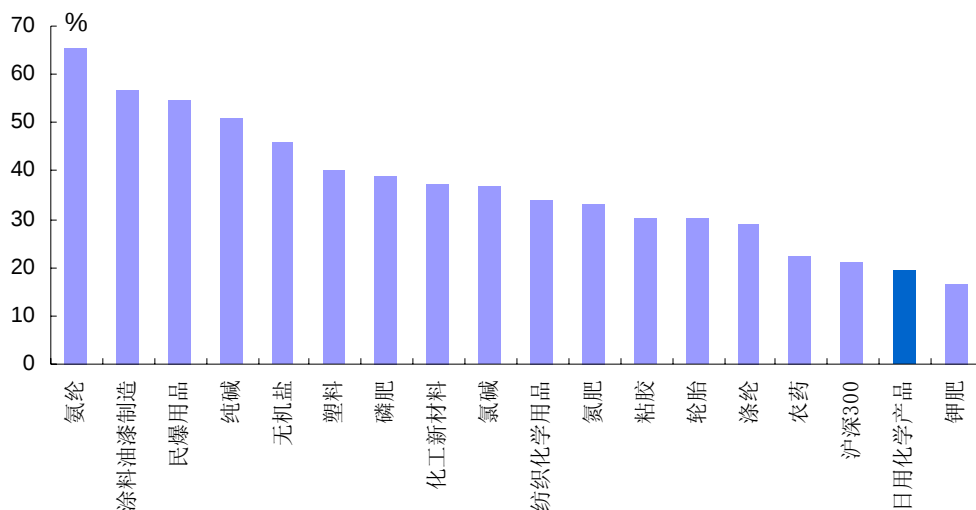
资料来源: Bloomberg, 招商证券

三、重点公司评级

1、行业走势回顾

09 年 4 季度，代表基础化工行业板块整体显著跑赢大盘，估值大幅提升。各细分子行业中，氨纶、涂料油漆、纺织化学品、民爆、纯碱等子行业的涨幅居前。

图 37：A股基础化工各子行业四季度涨幅



资料来源：Wind，招商证券 注：涨幅按照流通市值加权计算

图 38：基础化工行业历史PEBand

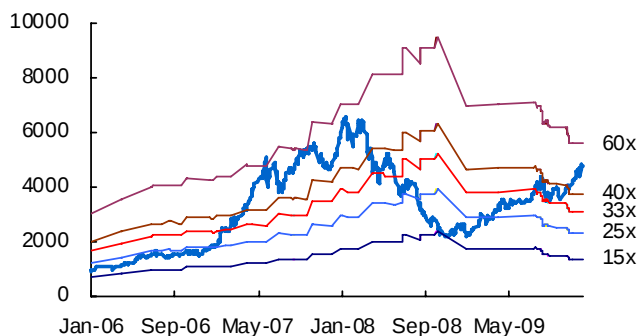
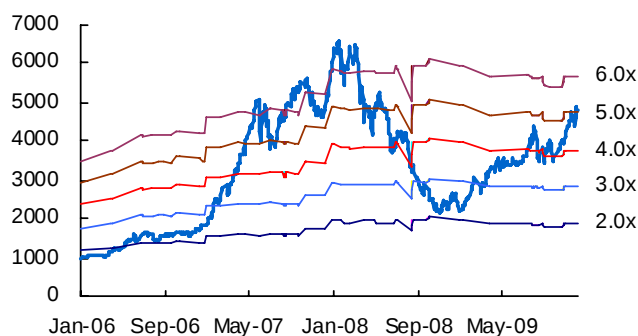


图 39：基础化工行业历史PBBand



资料来源：招商证券研发中心

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			
600596	新安股份	48.80	5.89	1.23	1.76	8.3	39.7	27.7	3.9	151.0	强烈推荐-A
600309	烟台万华	24.00	0.91	0.83	1.1	26.4	28.9	21.8	8.2	339.0	强烈推荐-A
002258	利尔化学	26.07	0.49	0.68	0.93	53.2	38.3	28.0	6.5	52.8	强烈推荐-A
600589	广东榕泰	7.89	0.22	0.25	0.43	35.9	31.6	18.3	2.8	47.0	强烈推荐-A
002068	黑猫股份	18.99	0.02	0.43	0.9	949.5	44.2	21.1	6.5	36.5	审慎推荐-A
600426	华鲁恒升	23.31	0.76	0.93	1.23	30.7	25.1	19.0	4.3	115.6	审慎推荐-A
000422	湖北宜化	20.50	0.49	0.55	1.1	41.8	37.3	18.6	5.4	111.2	审慎推荐-A
002165	红宝丽	27.95	0.6	0.69	0.92	46.6	40.5	30.4	8.8	44.0	审慎推荐-A
002037	久联发展	18.75	0.31	0.59	0.68	60.5	31.8	27.6	4.8	28.0	审慎推荐-A
002215	诺普信	26.10	2.945	0.64	0.9	8.9	40.8	29.0	8.7	52.9	审慎推荐-A
600143	金发科技	11.64	0.16	0.23	0.45	72.8	50.6	25.9	5.6	162.5	审慎推荐-A
002064	华峰氨纶	20.80	0.443	0.3	0.6	47.0	69.3	34.7	5.8	76.8	审慎推荐-A
中位数						41.8	38.3	27.6	5.6	76.8	

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、未来也将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。