



1999-2009

国泰君安证券十周年

行 成 于 思 · 专 业 致 远



Providing Diamond Quality Service
Adding To Our Clients' Value

复苏在望，景气提升估值

——2010年基础化工行业投资策略

魏 涛

二零零九年十二月



主要观点：目前化工行业处于浅层复苏状态，2010年宏观经济将继续回升，作为中游制造业的化工行业也将延续复苏之路，景气上升促化工股估值水平提升，具备投资机会。

投资策略：给予化工行业“增持”评级

低成本快速扩张型：复苏前期低成本扩张企业获快速发展，包括改性塑料、炭黑、聚醚；

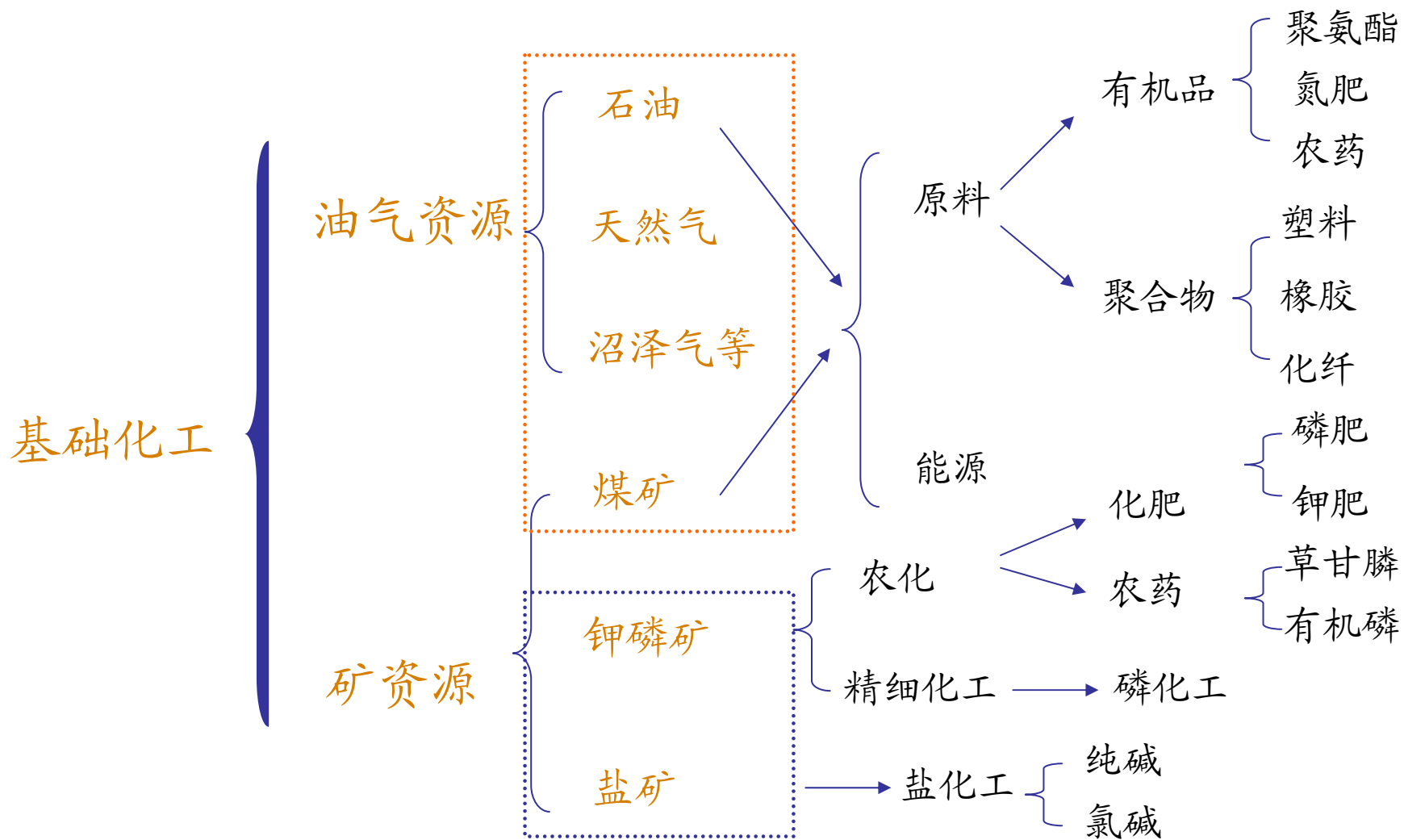
季节性投资：季节性需求旺盛、价格趋势，关注化肥、磷化工；

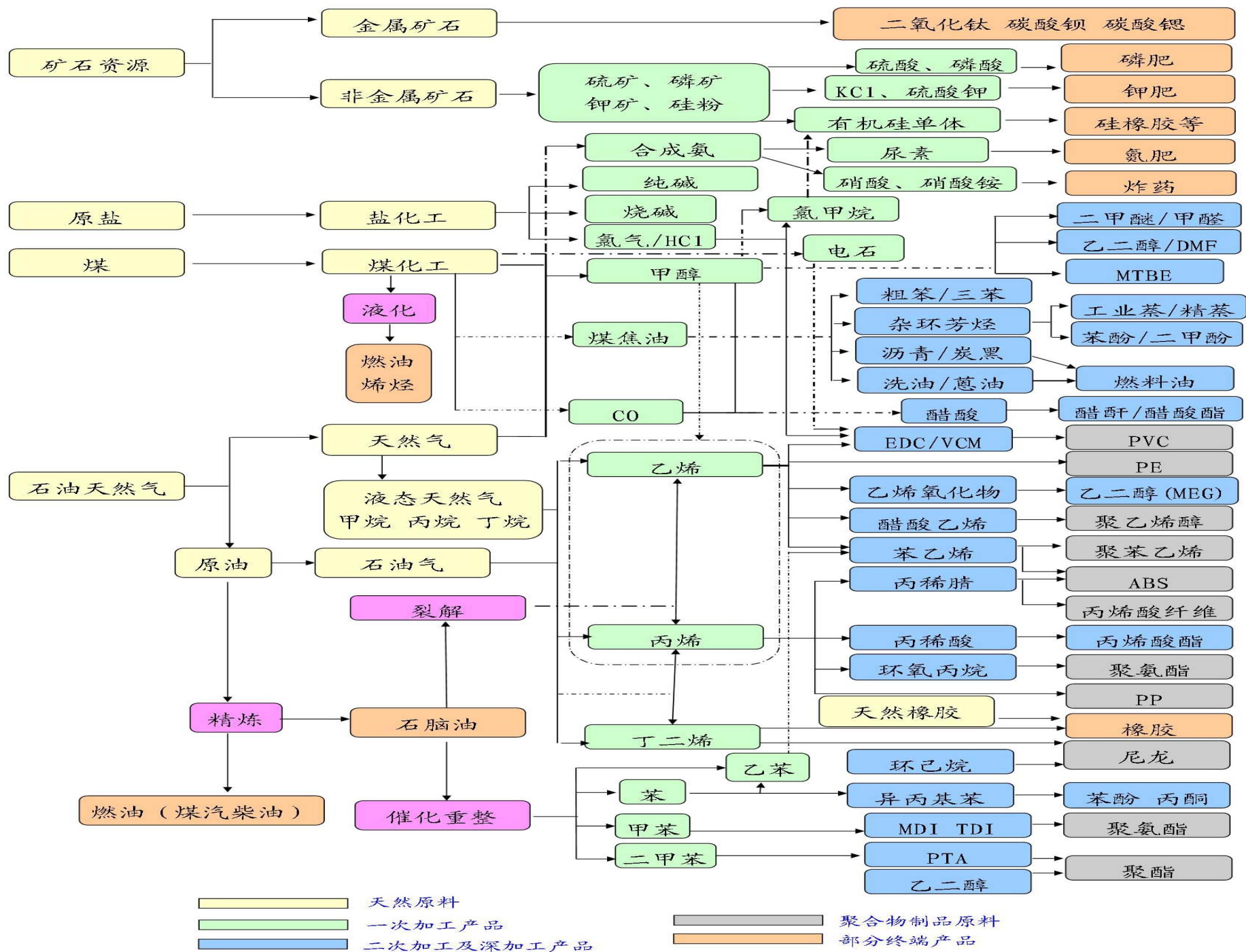
主题性投资：地产复苏；低碳经济、新能源；

公司推荐：烟台万华、黑猫股份、华鲁恒升、华昌化工、盐湖钾肥、红宝丽、江苏国泰、兴发集团、浙江龙盛、金发科技、双环科技。重点关注新安股份、云天化、德美化工、三友化工。



化工子行业分类

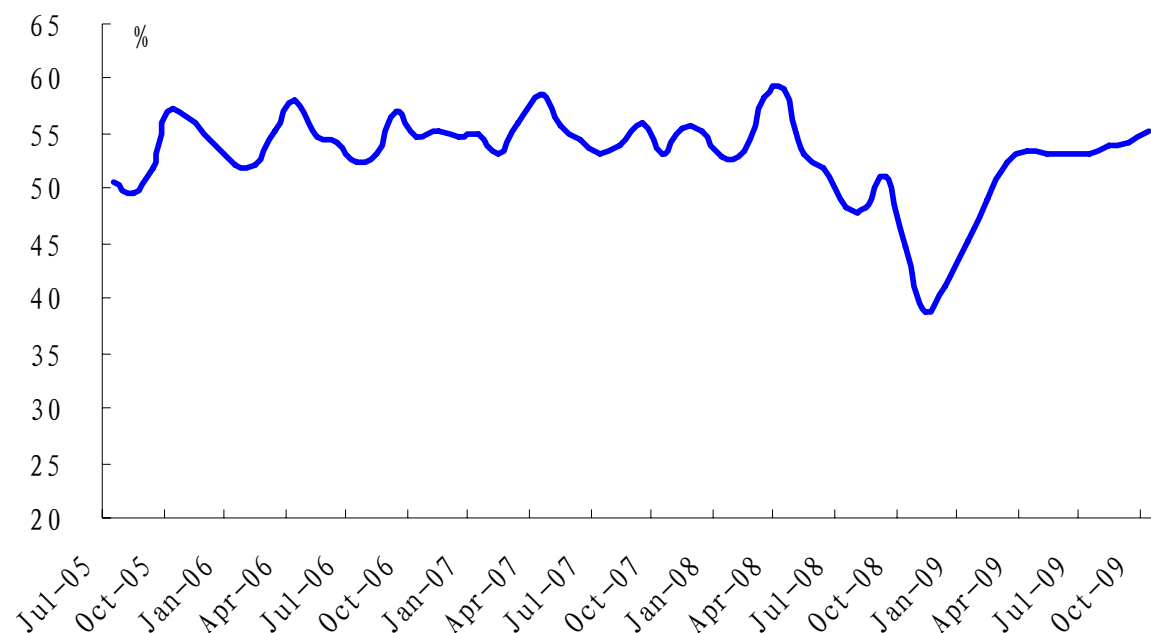






领先指标显示行业处于复苏过程中

PMI指数持续反弹

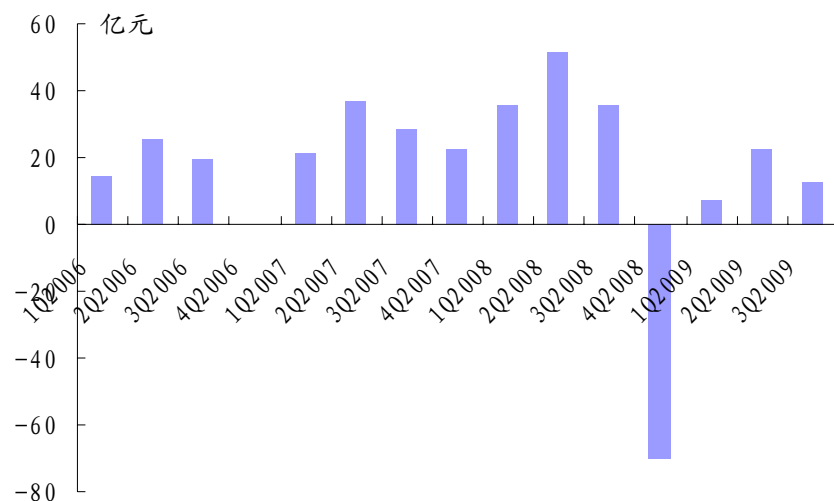


资料来源：WIND资讯，国泰君安证券

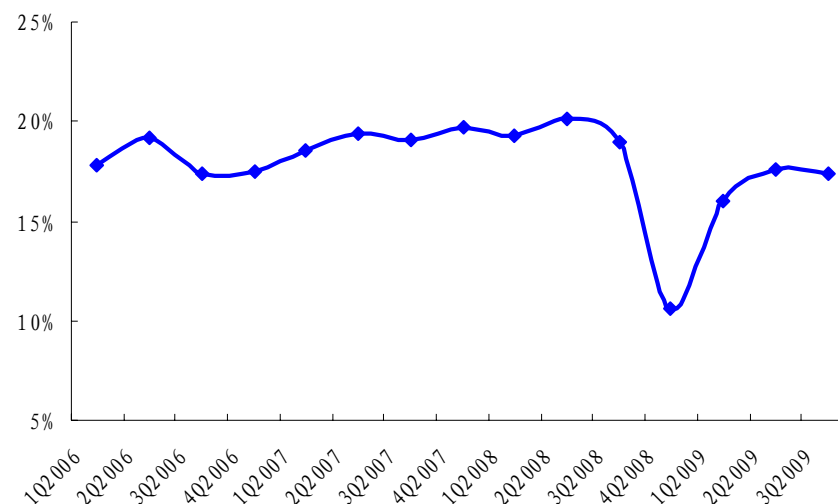


基础化工上市公司季度利润及毛利率在恢复

2006年以来基础化工板块季度净利润



2006年以来基础化工板块季度毛利率



资料来源：WIND资讯，国泰君安证券

- 化工上市公司2008年四季度净利润为-70.2亿元，今年一季度实现扭亏为盈，二季度开始净利润和毛利率已显著回升。

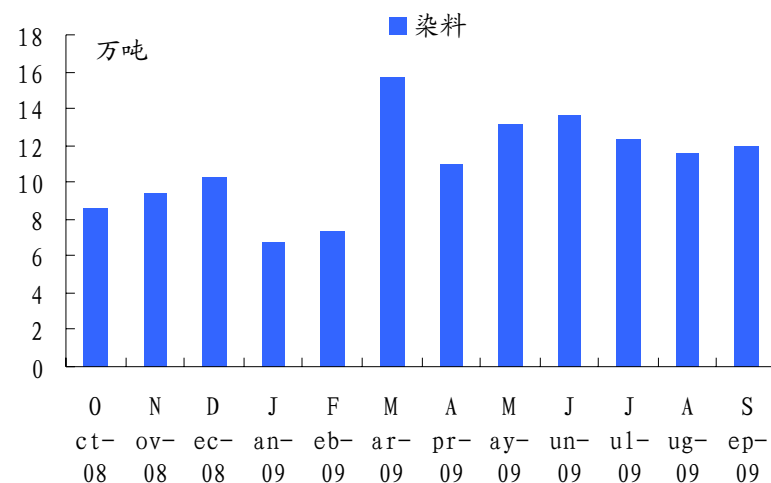
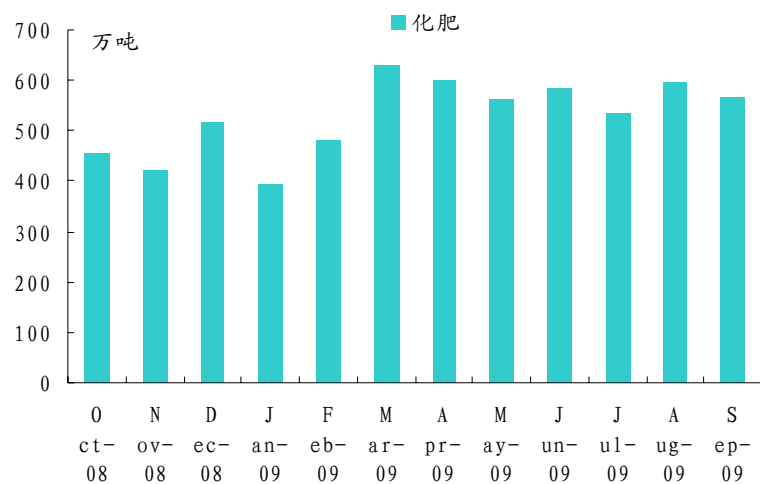
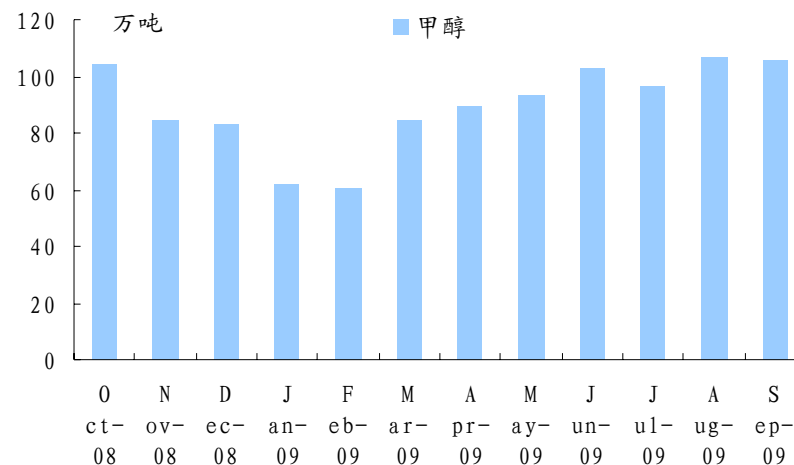
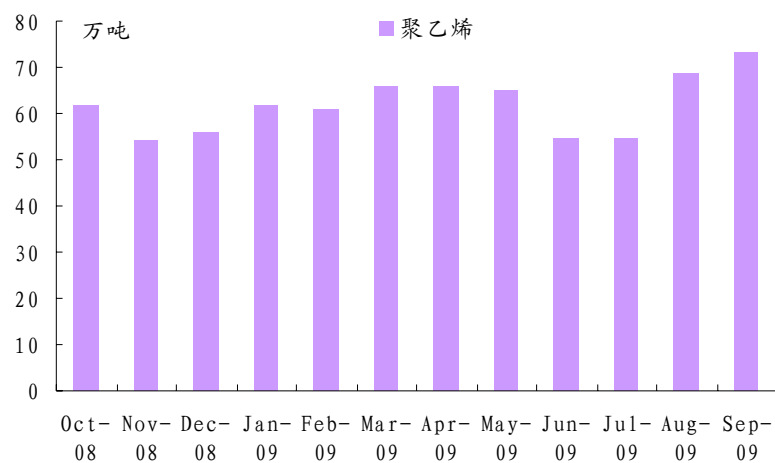


2008年4季度以来化工子板块利润情况

	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



几种大宗化学品月度产量稳定回升





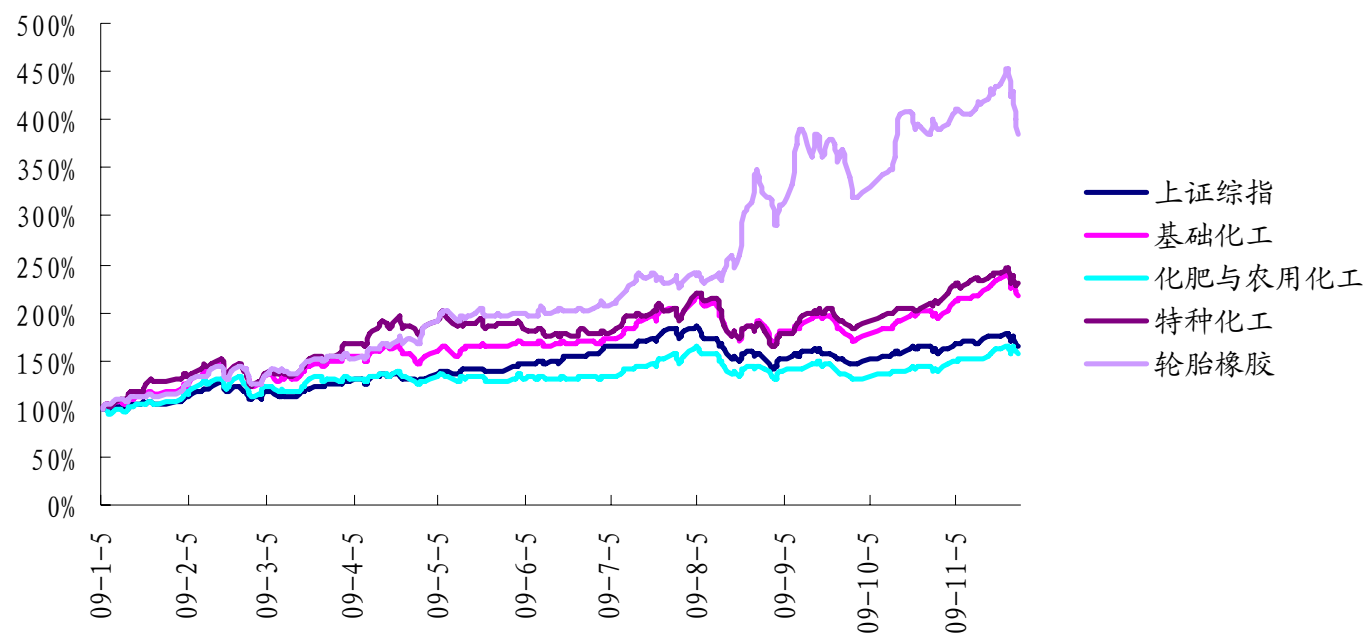
2008、2009年1-7月及1-9月我国部分化工品产量及增速

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%



在周期性行业中，化工板块表现不算抢眼

2009年二季度以来上证综指和化工子行业指数涨幅对比

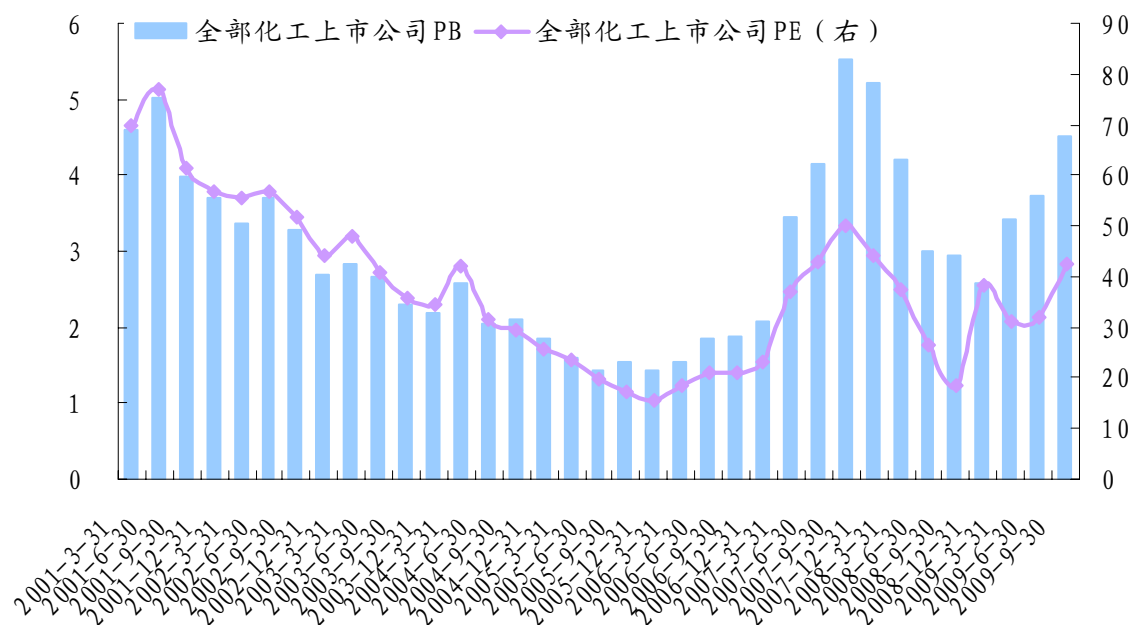


资料来源：WIND资讯，国泰君安证券



复苏预期下估值仍有提升空间

2001年以来化工公司PE和PB



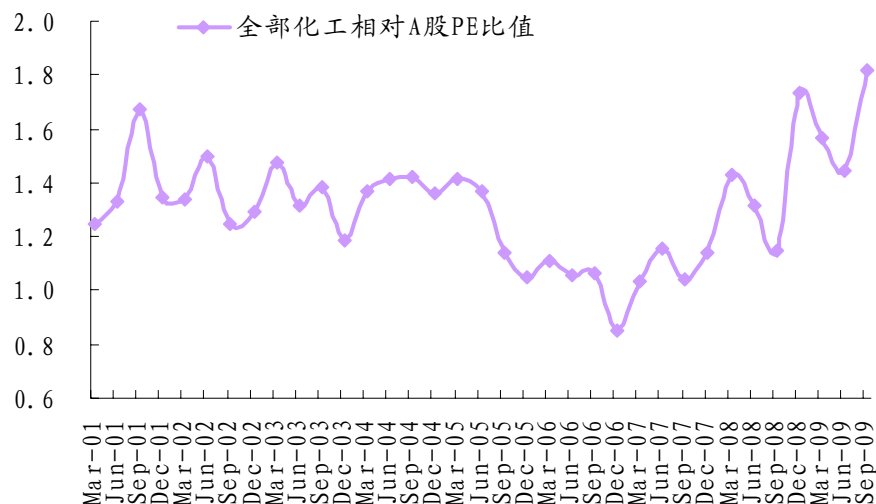
从我们重点跟踪的优质公司来看，这些公司2010年PE估值在17—25倍，仍属于合理水平。

资料来源：WIND资讯，国泰君安证券

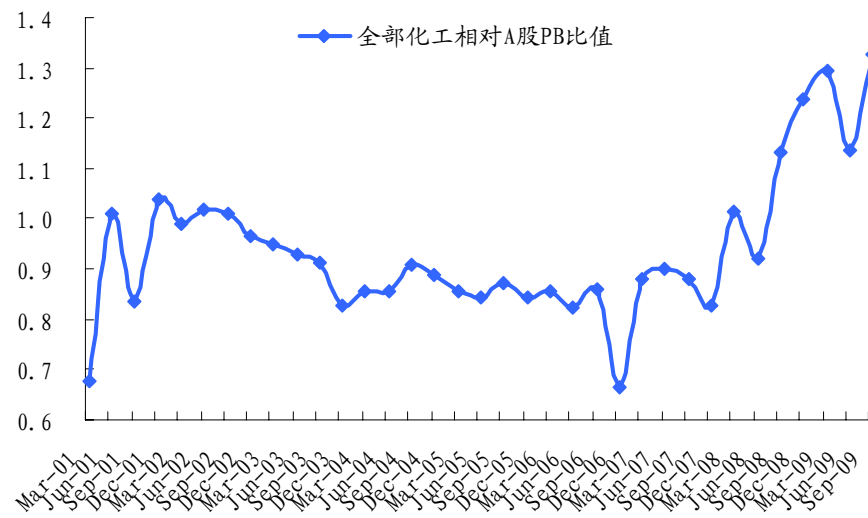


复苏预期下估值仍有提升空间

2001年以来化工相对A股的PE比值



2001年以来化工相对A股的PB比值

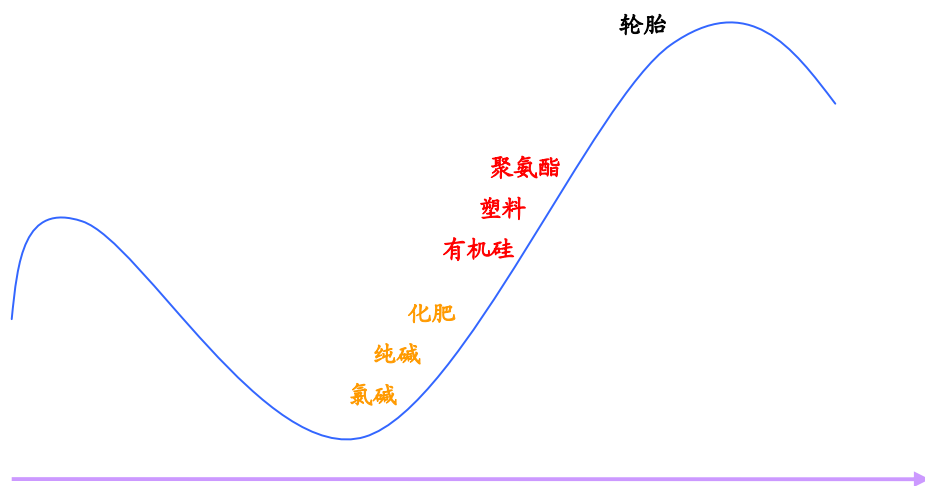


资料来源：WIND资讯，国泰君安证券

- 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。



化工主要子行业处于复苏中



化工行业周期一般在5年左右，金融危机加速本轮周期回落过程，目前行业将进入新一轮景气上升期。

优势突出，值得长期关注的公司



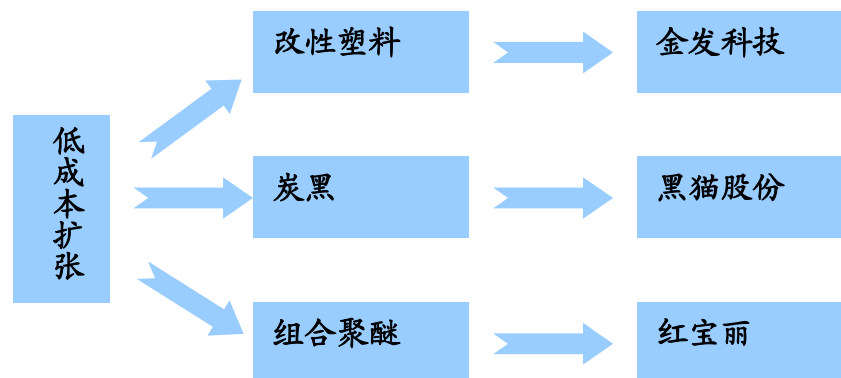
特点	公司
稀缺资源	盐湖钾肥、冠农股份、兴发集团、云天化
技术壁垒突破	烟台氨纶、丹化科技、红太阳
国际竞争力	扬农化工、利尔化学、联化科技、红宝丽
工艺、成本优势突出	华鲁恒升、新安股份、英力特
低碳、新能源	江苏国泰、烟台万华、红宝丽
服务、品牌优势	金发科技、黑猫股份



复苏前期低成本扩张公司获快速发展

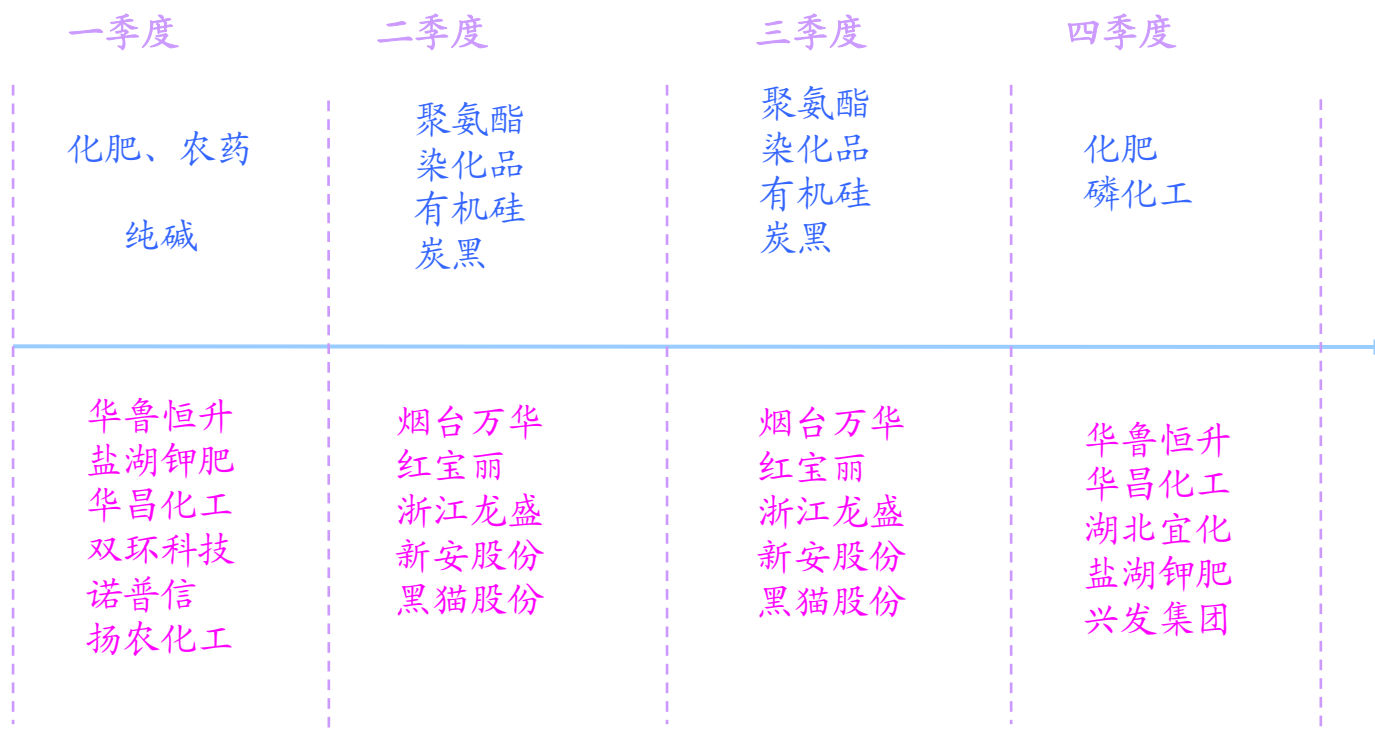
我们认为具备下面一些特征的子行业能够产生低成本快速扩张的企业：

- 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，产品并非高同质化 → （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 → （能够提供新的市场空间）；
- 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 → （行成稳定合作后容易形成一定依赖）；



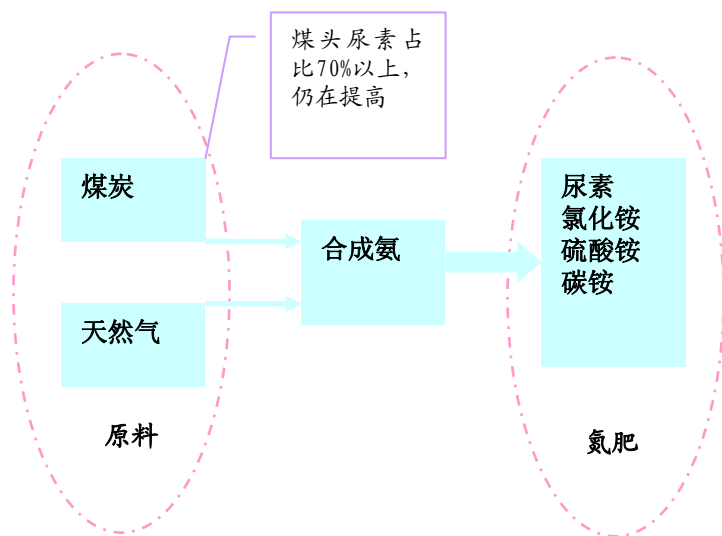


2010年基础化工季节性投资序列





子行业——化肥之氮肥



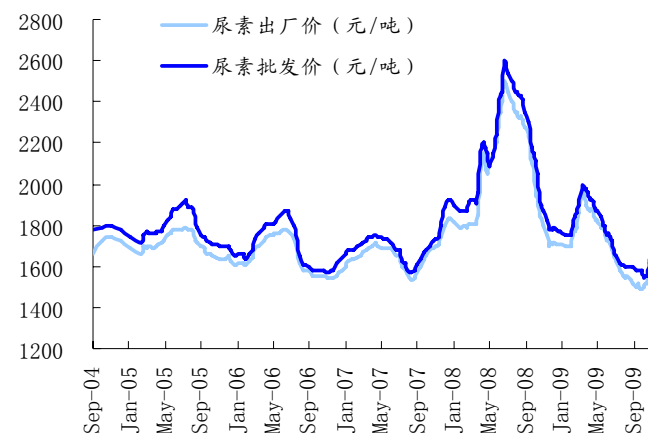
煤炭资源相对丰富，氮肥资源属性弱于磷、钾肥；

氮肥生产技术成熟，产能过剩，产品价格涨跌的季节性强。投资应把握季节性特征。

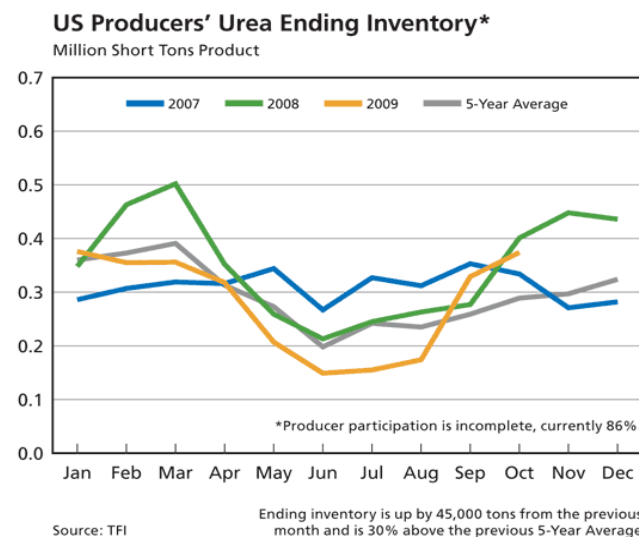
出口政策对氮肥价格影响较大，关注关税政策变化对国内价格的影响，把握价格趋势性机会。

推荐公司：华鲁恒升、华昌化工、湖北宜化

2004年以来我国尿素价格



美国生产商尿素库存位于过去几年平均水平





子行业——化肥之磷钾肥

磷、钾不能够合成，只能通过开发资源获取，因此资源是核心因素。

截止2007年，我国磷矿已查明资源储量176亿吨；P2O5含量大于等于30%的富磷矿资源储量矿石量16.6亿吨。高品位磷矿储量占比低，可开采年限不高，属稀缺品。长期看，拥有高品位磷资源的公司具备长期投资价值。

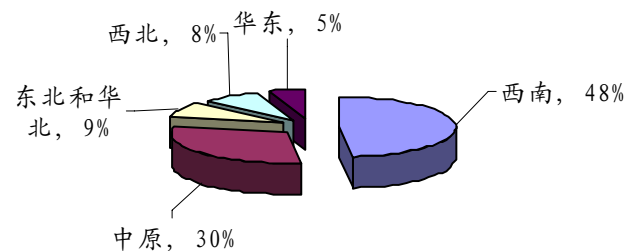
我国钾盐资源主要集中在青海察尔汗盐湖和新疆罗布泊盐湖，资源集中度很高，国内产不足需。拥有钾肥资源的公司具备长期投资价值。

推荐公司：盐湖钾肥、云天化、冠农股份

我国磷矿储量排名前5的省份情况

	矿石储量 (亿吨)	P2O5量 (亿吨)	平均品位	排名
云南	40.2	8.94	22.2%	第一
湖北	30.4	6.8	22.34%	第二
贵州	27.8	6.2	22.3%	第三
四川	16	3.5	21.2%	第四
湖南	20	3.25	16%	第五
5省合计	134.4	28.69		
全国	176	31.7		

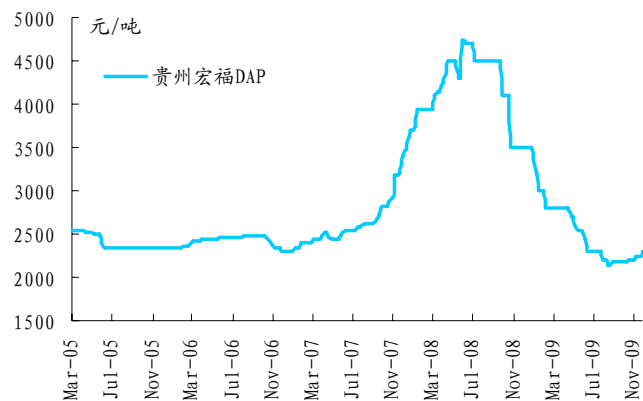
我国磷矿储量按地区分布



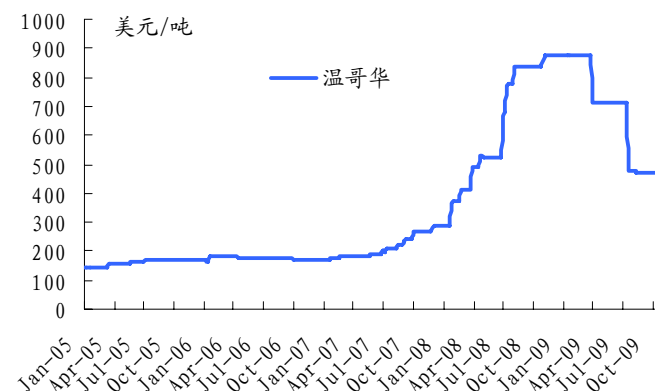


子行业——化肥之磷、钾肥

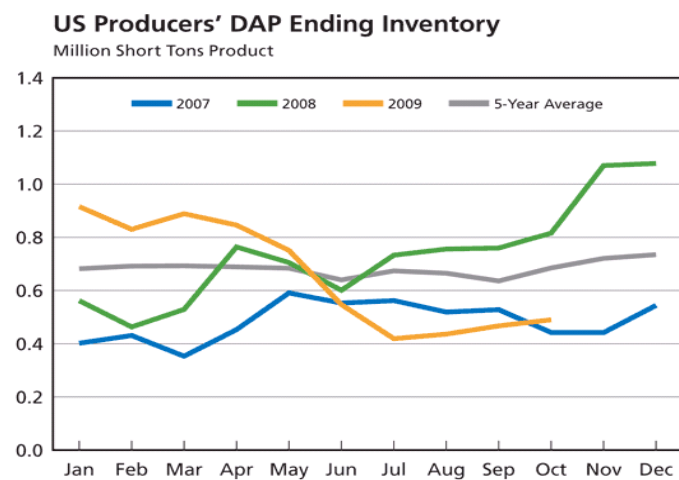
磷酸二铵价格



氯化钾价格



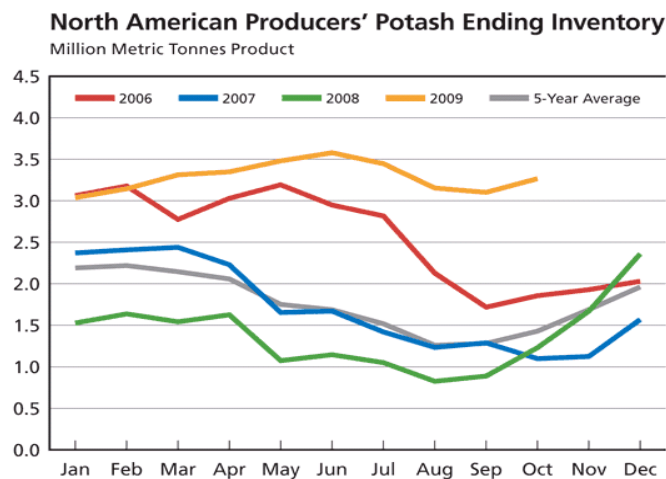
美国生产商DAP库存



Source: TFI

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

北美生产钾肥库存



Source: TFI (IPNI data) and PotashCorp

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



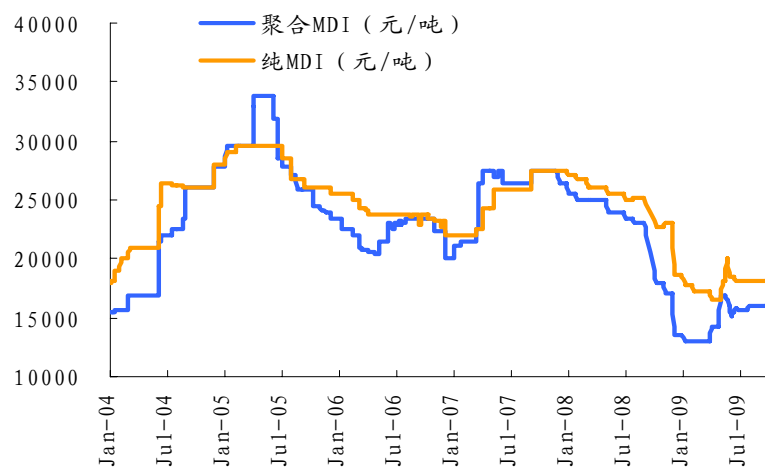
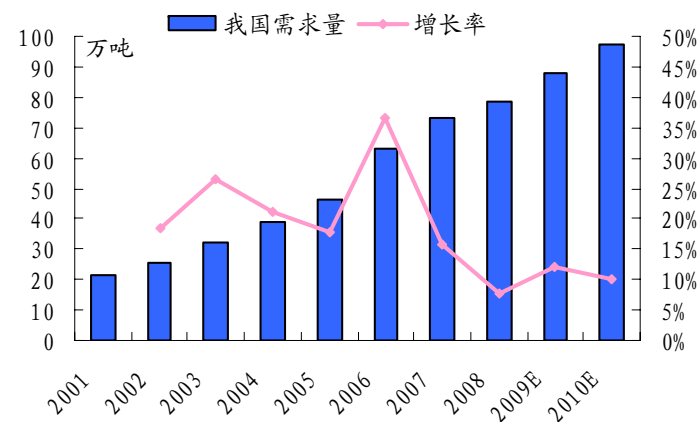
子行业——聚氨酯受益于节能减排，二季度进入旺季

我国MDI产能及预测

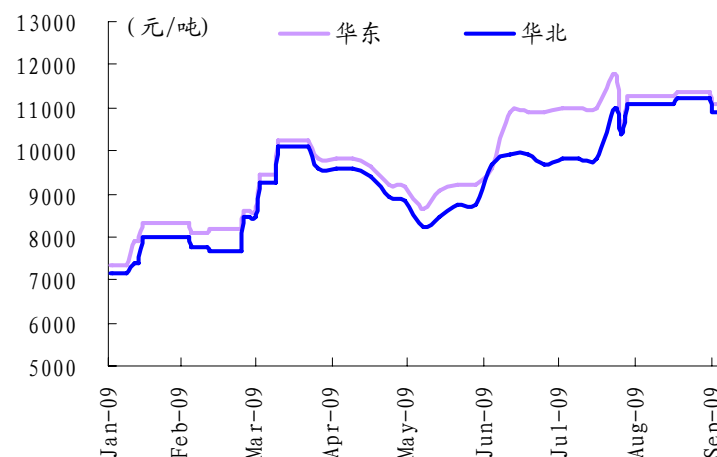
单位：万吨

	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

我国MDI消费量及预测



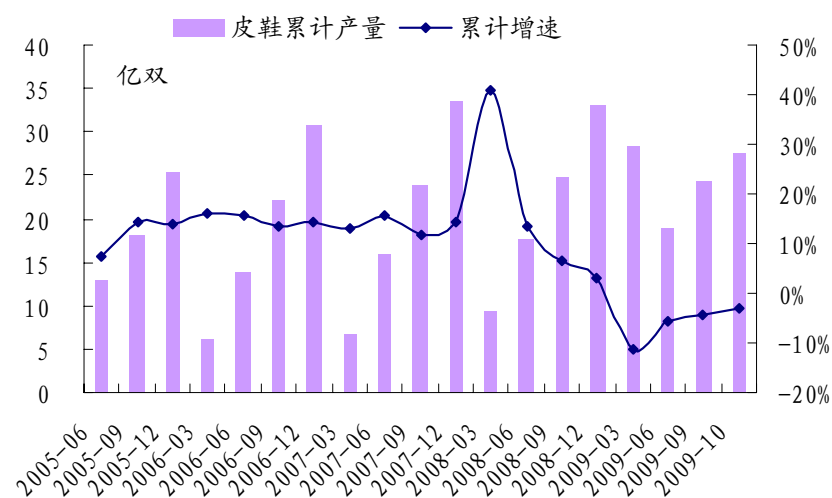
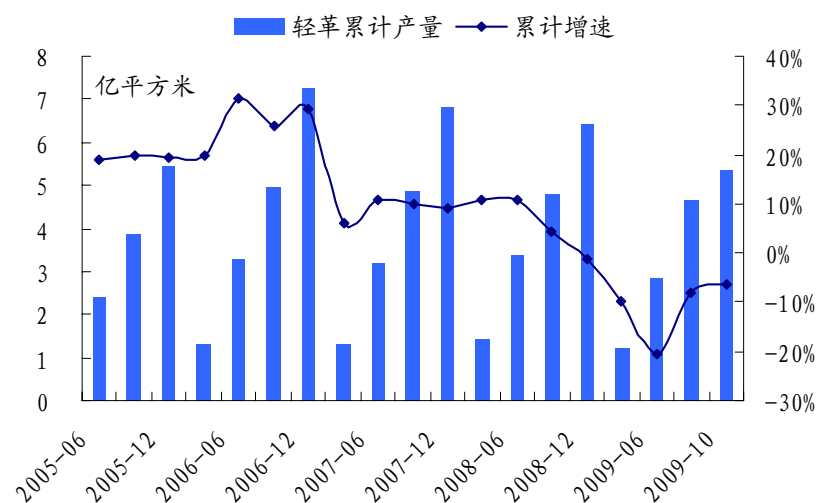
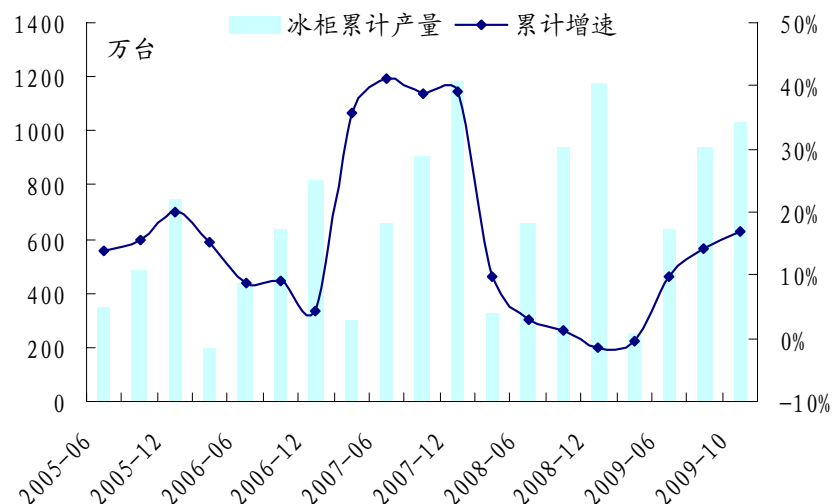
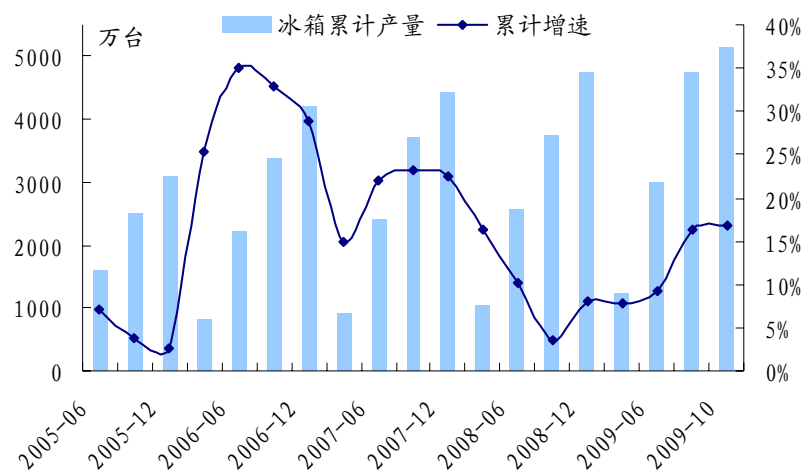
聚醚价格



推荐公司：烟台万华、红宝丽



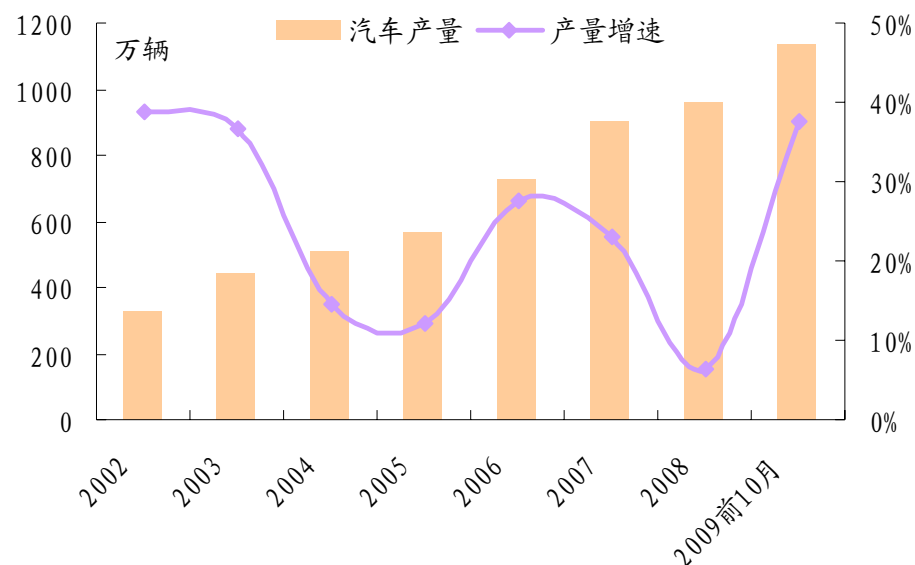
聚氨酯下游在复苏中



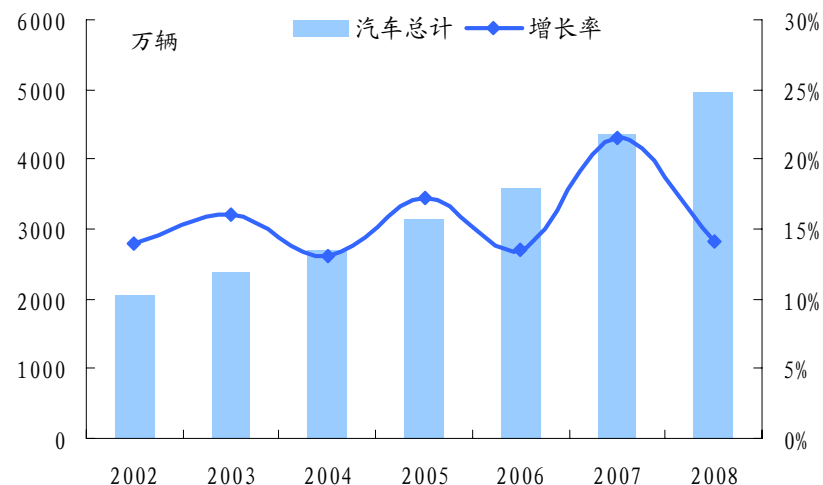


子行业——炭黑需求旺盛，行业集中度提高是趋势

2002年以来我国汽车产量及增速



2002年以来我国汽车保有量



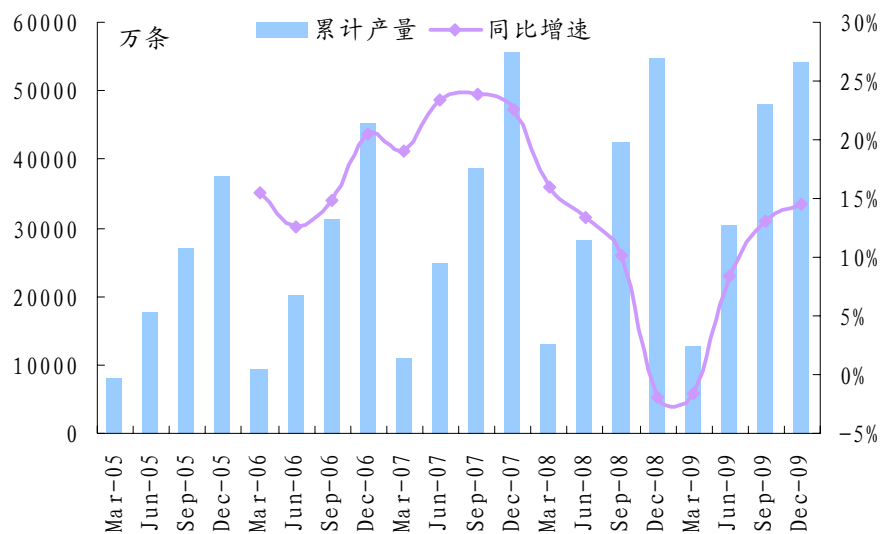
- 炭黑重量约占轮胎总重量的21~23%，77%的炭黑用于汽车相关领域，需求主要受轮胎、汽车消费影响。

推荐公司：黑猫股份

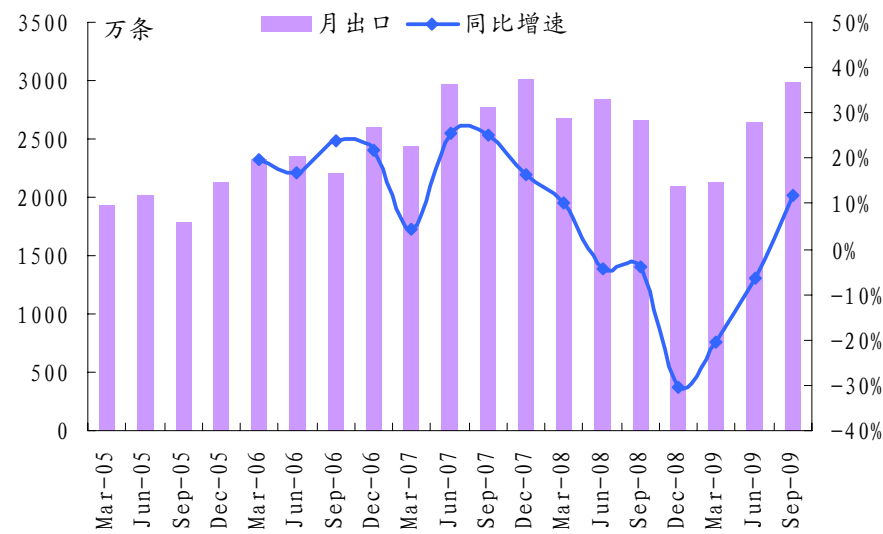


炭黑主要下游轮胎行业保持向好

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





子行业——枯水期电价上涨推动黄磷涨价

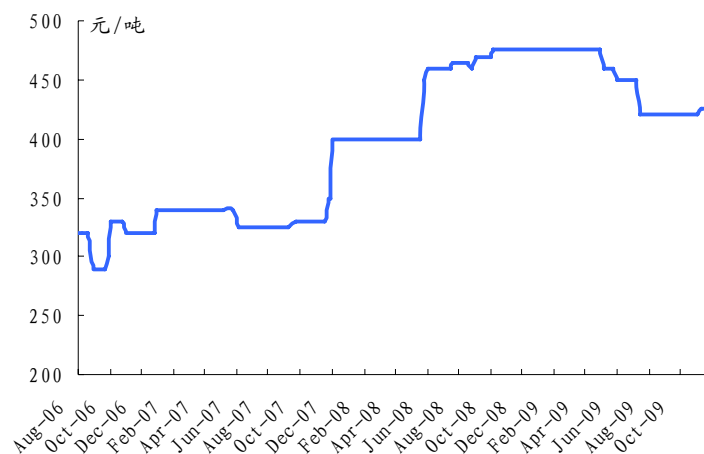
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
正常年份	枯水	枯水	枯水	枯水	平水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	平水	枯水
电价	0.486	0.486	0.486	0.486	0.41	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.41	0.486
2009年执行	丰水	丰水	丰水	枯水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	枯水
电价	0.35	0.35	0.35	0.486	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.486
2010年执行	枯水	枯水	枯水	枯水	平水	丰水	丰水	丰水	丰水	丰水	平水	枯水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

- 1吨黄磷耗电约14000度，12月云南电价上涨0.136元/度，因此12月云南黄磷生产成本将上升1700多元/吨，黄磷价格将会上涨。

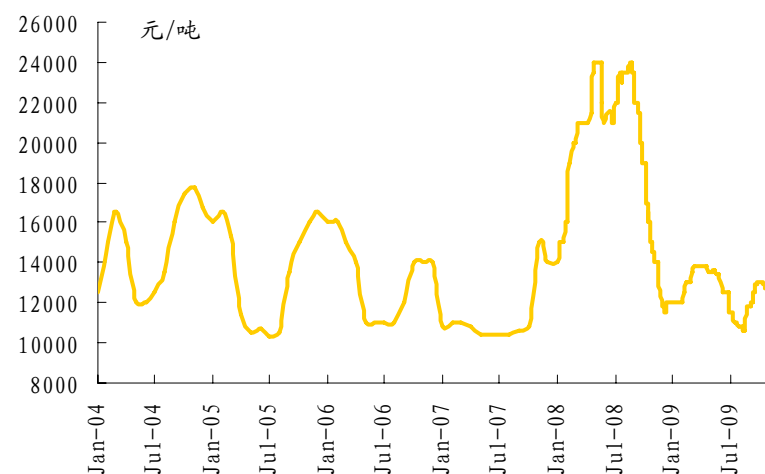
推荐公司：兴发集团



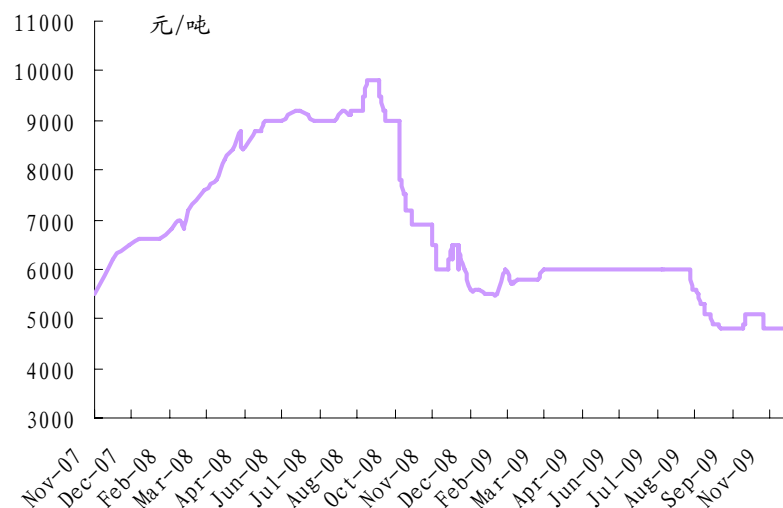
2006年以来贵州宏福磷矿石价格



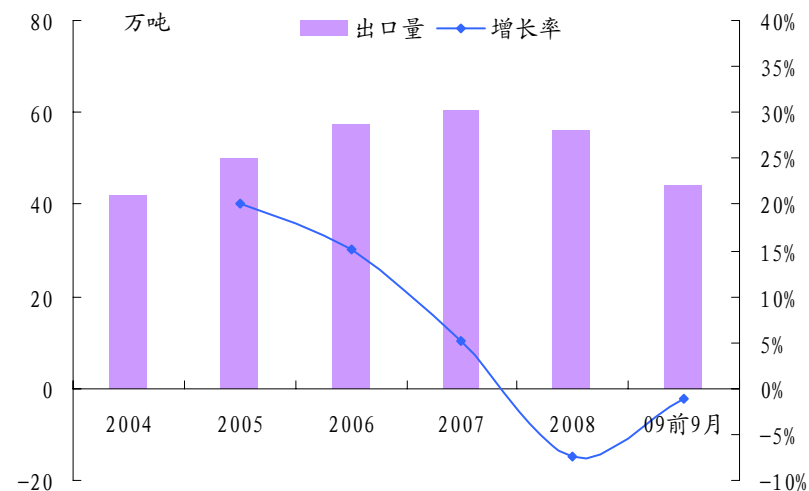
2004年以来国内黄磷价格



2007年以来国内三聚磷酸钠价格



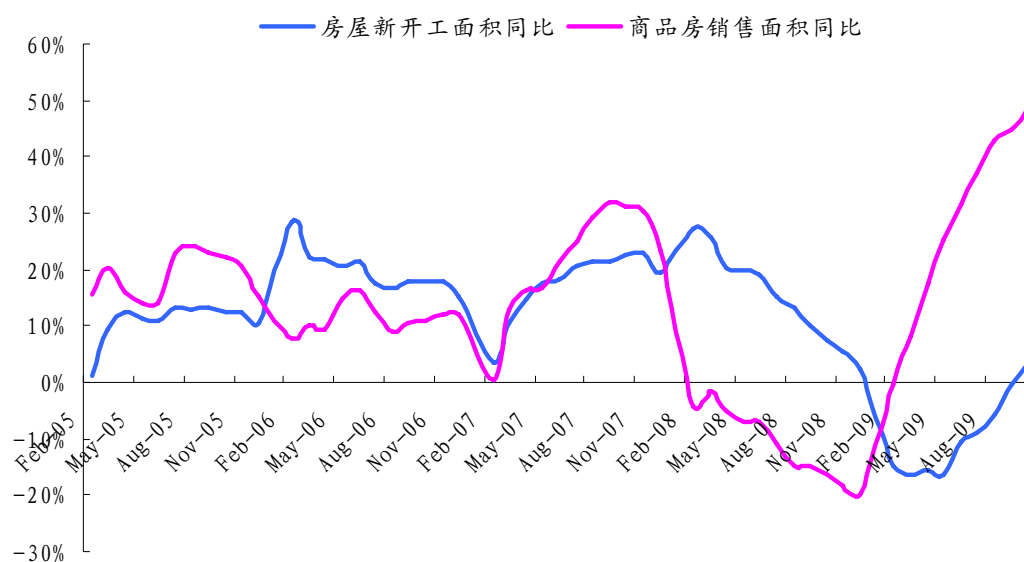
2004年以来我国三聚磷酸钠出口量及增长率





子行业——地产复苏之纯碱

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



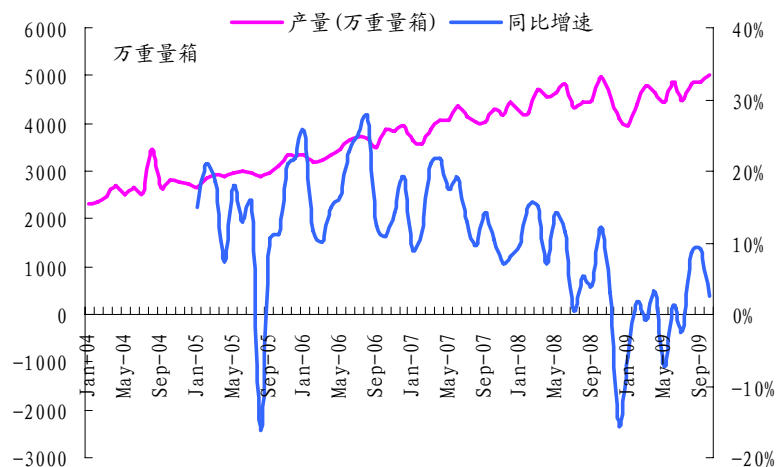
- 地产复苏带动纯碱、PVC、有机硅需求上升。

推荐公司：双环科技、华昌化工

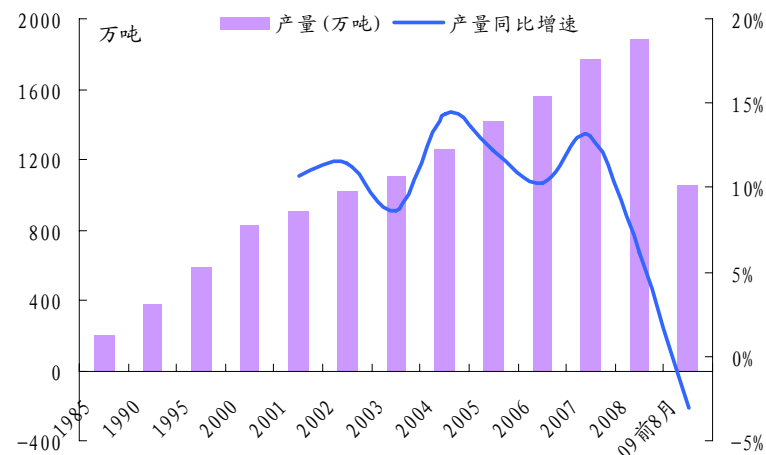


地产复苏之纯碱

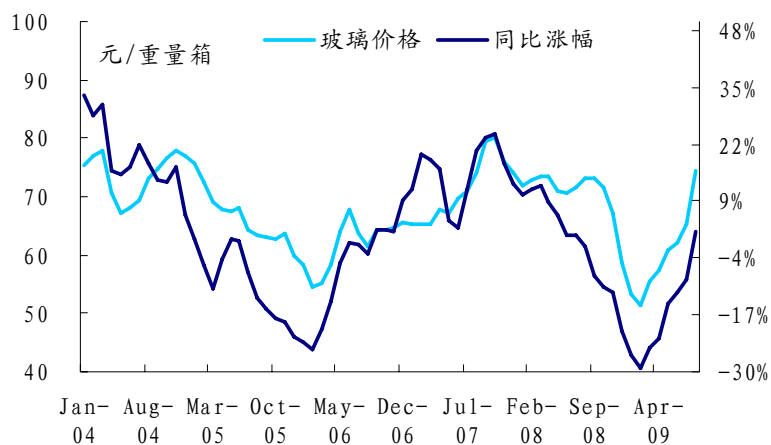
2004年来玻璃月产量及同比增速



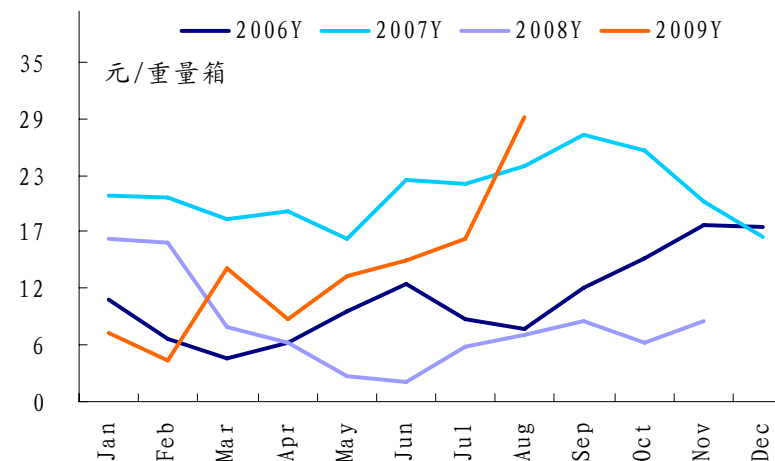
我国纯碱产量及增速



2004年来玻璃价格及同比涨幅



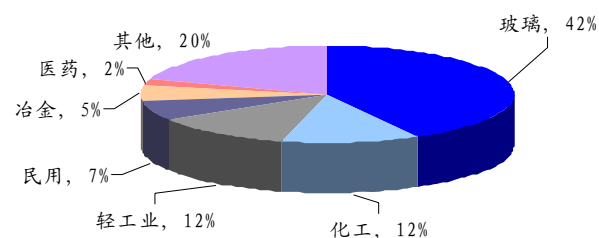
月度玻璃—重油与纯碱价格差



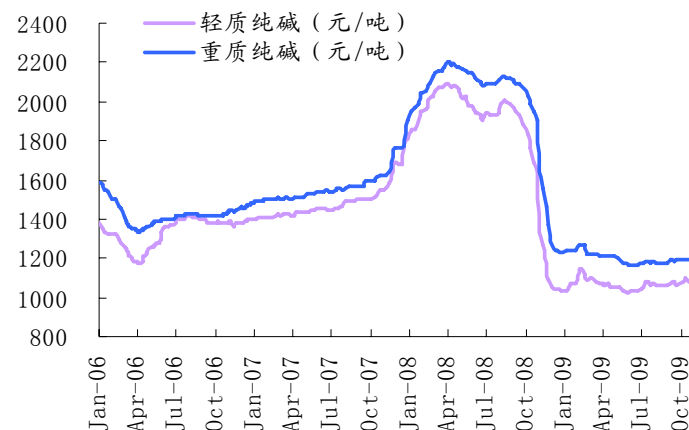


地产复苏之纯碱

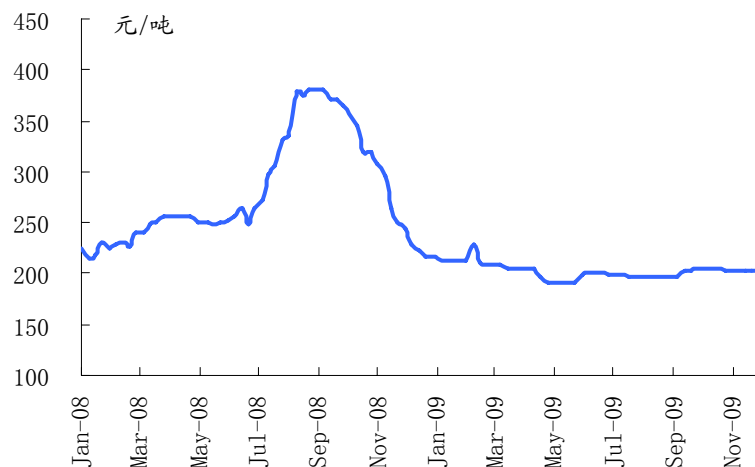
我国纯碱下游消费构成



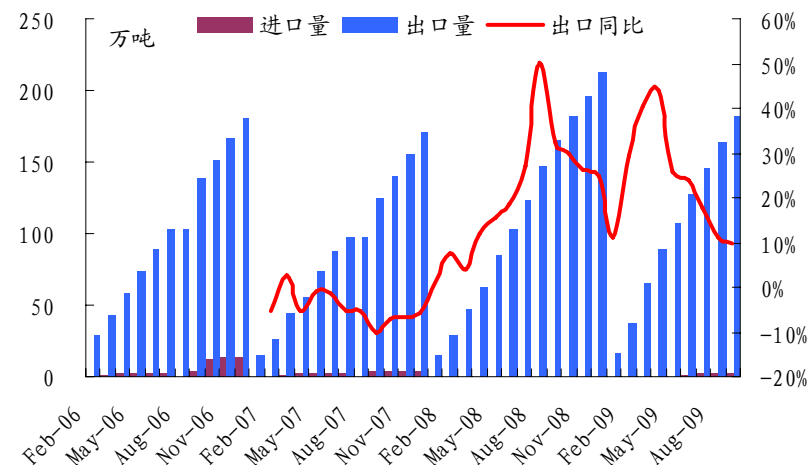
2006年以来我国纯碱价格



2008年来国内原盐价格



2006年以来我国纯碱进出口量及出口量同比增速





盈利预测与估值

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



国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

研 究 创 造 价 值

地址：上海市银城中路 168 号上海银行大厦

电话：021-62580818

网址：www.gtja.com