

期待需求启动后的价格持续上涨



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

报告日期

2009 年 12 月 16 日 星期三

杨云

基础化工行业分析师

021-63325888-6071

庄琰

基础化工行业分析师

021-63325888-6069

王晶

石油石化行业首席分析师

021-63325888-6072

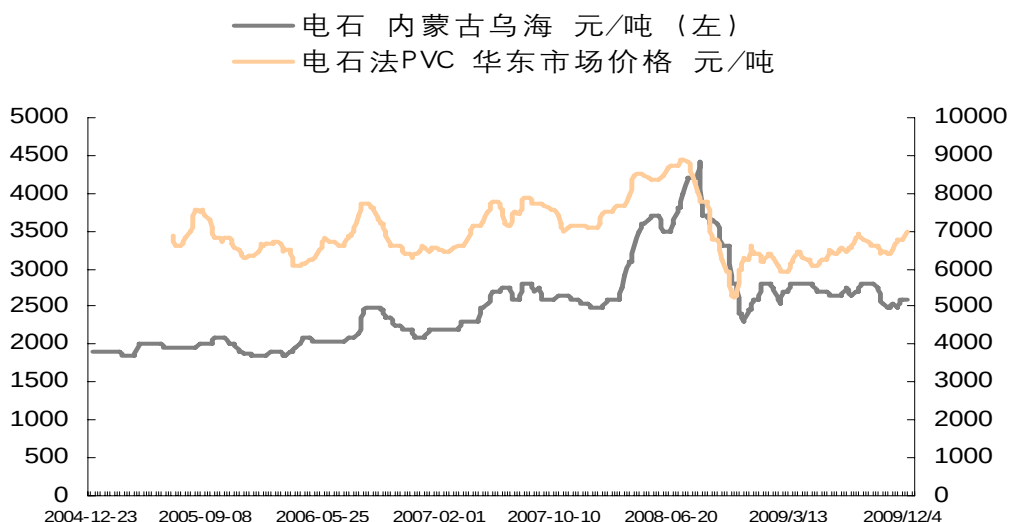
事件:

PVC 市场价格淡季逆市突破 7000 元/吨, 从我们草根调研得知, 目前市场上大经销商 (年走货量在 20 万吨以上) 拿货积极, 备货水平高于以往同期, 而中小经销商库存偏低, 拿货意愿不强。

我们的观点:

通胀预期下, 有实力的大经销商会更愿意在淡季乘低价囤积以待高价, 而中小经销商则因为资金实力等原因不会冒太大风险拿货。12 月份至农历年前都是 PVC 行业的淡季, 而 PVC 市场价格在淡季逆市突破 7000 元/吨不应该是真实需求启动所致, 我们认为在需求面还未转暖的情况下, PVC 价格的上涨是由成本上升和对明年需求的良好预期所推动的, 而通胀预期和明年极为确定的宽松资金面则为经销商囤货待涨提供了条件。

PVC 价格逆市走高



数据来源: 东方证券研究所整理

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

我们认为近段时间 PVC 价格的上调可以分为两部分，其中从 6400 元/吨涨至 6700 元/吨是由于成本推动。11 月 20 日起全国非民用电价每度平均提高 2.8 分钱，考虑到 1 吨氯碱（PVC+烧碱）平均耗电在 8250 度左右，因此氯碱行业的边际成本将提高约 230 元/吨（含增值税）。考虑到 PVC 价格也正是从 11 月初电价上调达成共识起开始上涨，我们认为行业边际成本的提高是 PVC 价格上涨的最初动力。

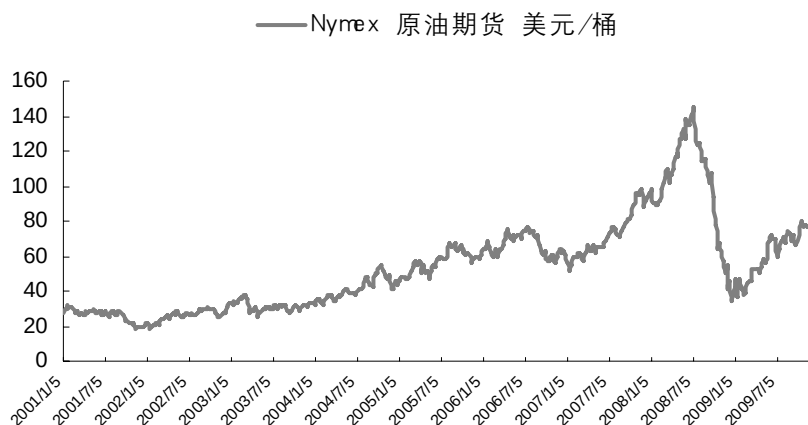
在通货膨胀背景下，对明年需求的良好预期是 PVC 价格从 6700 元/吨涨至突破 7000 元/吨的原因。从目前情况来看，2010 年经济复苏和充裕的信贷确定性极高，资金大量充裕的经济复苏不可避免的将带来一定程度的通货膨胀，而通货膨胀前提下，能源价格的不断攀升几成定局。我们认为大经销商正是基于能源价格将继续上升的预期（因为 PVC 高耗能，能源价格提高将显著影响成本）而选择在淡季囤货待涨。

我们认为农历年前 PVC 市场价格将在 7000 元/吨左右上下震荡，而明年 3 月份后，其价格将步入上涨通道。目前的 PVC 市场缺乏有效需求支持，其价格不会偏离成本支撑点（大概在 6700 元/吨左右）太多，所以农历年前其价格在 7000 元/吨左右上下震荡是大概率事件。而到明年 3 月份后，如下几个因素将使得 PVC 价格进入上涨通道：

- 1、**煤炭、石油价格的上涨将进一步抬高行业平均成本。**我们认为原油价格在短暂下挫后，其重新抬头向上的概率较高（基于通胀及美元走弱预期），并很有可能突破 80 美元/桶；而煤炭行业“国进民退”后，其价格在短期内呈向上的态势，原油和煤炭价格的走高将导致乙烯法 PVC 和电石法 PVC 成本的上涨，进而推动 PVC 价格的上涨，若需求旺盛，PVC 生产企业将能很好的转嫁成本，并获得更高利润。

PVC 价格逆市走高

Nymex 原油期货 美元/桶



数据来源：东方证券研究所整理

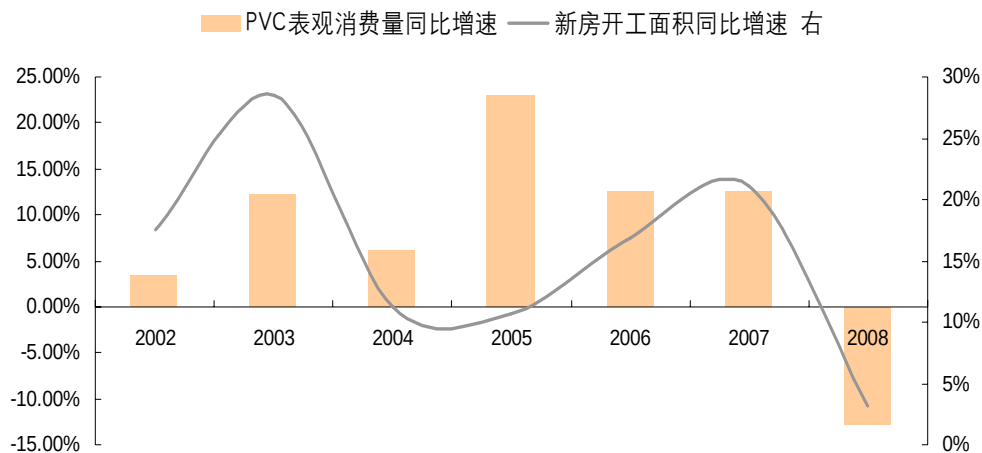
- 2、**PVC 需求的复苏是大概率事件。**我们从 PVC 的消费结构中可以看到，PVC 的下游需求很大一块集中在房地产行业（近 60%），因此房地产新开工面积的情况将直接决定 PVC 的需求情况，而我们所做的房地产新开工面积增速和 PVC 消费增速的拟合也证明了这一点。

PVC 的消费结构

聚氯乙烯制品名称	消费比例%		合计%
软制品	鞋及鞋底材料	5.2	40.8
	人造革	6	
	薄膜	12	
	电缆料	7	
	地板革、壁纸、发泡材料	2.1	
	其他	8.5	
硬制品	管材	13.3	59.2
	管件	2.3	
	型材、门窗	22.9	
	硬片、板材及其他型材	9	
	其他	11.7	

资料来源：大连商品交易所，东方证券研究所

PVC 表观消费量与新开工面积增速关系

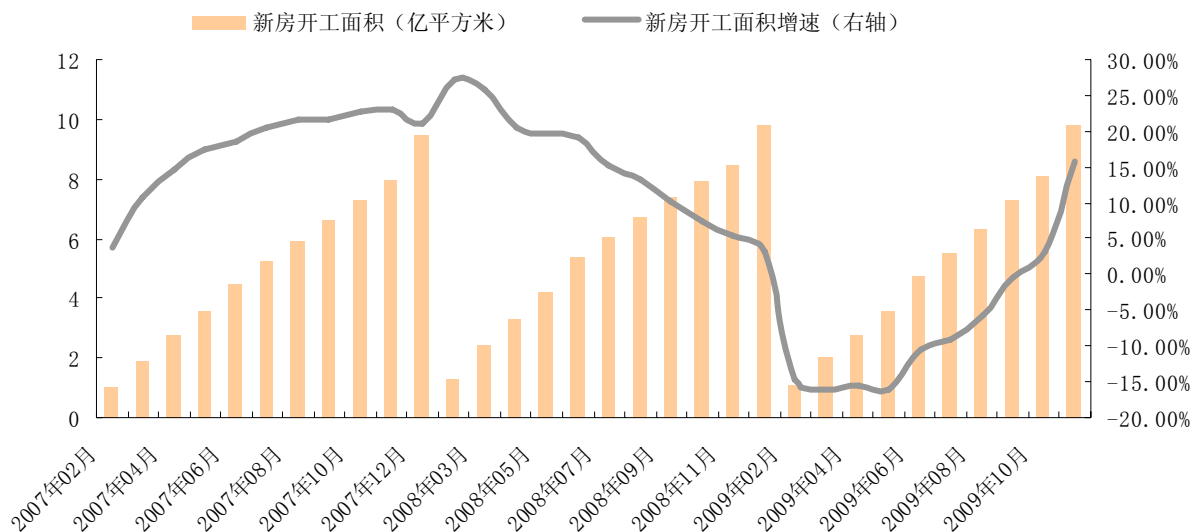


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

虽然业内目前对明年房地产行业存在一定的分歧，但是我们认为无论是廉租房还是豪宅，PVC 的使用量不会相差很大。而且由于 PVC 需求与新开工面积之间会存在 6 个月左右的滞后期，明年上半年的 PVC 需求将在很大程度上由今年下半年的新房开工面积来决定。

从最近几个月的新房开工面积来看，新房开工转暖的趋势非常明显，10 月份新房开工同比增速由 9 月份的-0.4%增至 3.3%，11 月新房开工面积同比增速甚至达到了 15.79%，考虑 6 个月左右的滞后期的话，那 2010 年 4、5 月份 PVC 的需求将非常旺盛。届时，PVC 价格将会有优异表现。

新房开工面积大幅提高将拉动 PVC 需求



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

3、通货膨胀将助推 PVC 价格上涨。

我们建议买入行业内一体化程度最高的英力特

由于英力特电力完全自给，电价上调不仅对公司成本基本没有影响，还扩大了公司的盈利空间，而后续英力特可能向上游发展，煤炭资源价格的上涨也将获得部分对冲，公司成本优势明显，我们维持其 2010 年 EPS1.2 元的盈利预测，维持买入评级，并将根据 PVC 市场情况随时准备上调其盈利预测。

建议关注西部其他具有煤炭资源优势的 PVC 企业

部分西部 PVC 企业或享有电价优惠，或电力能部分自给，其在成本上也具有一定优势，在国家对部分西部地区加大扶持力度和政策优惠后，某些西部企业获得巨量的煤炭资源的可能性大增，我们认为这些西部 PVC 企业均将受益于通货膨胀下的 PVC 价格上涨，建议关注。

分析师承诺

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn