

面朝高油价，利润滚滚来

——12月氯碱行业跟踪

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《国内 PVC 价格上涨趋势形成》

090730

《下游需求向好，PVC 价滞量增——

10 月氯碱行业跟踪》20091105

《成本推动，PVC 量滞价升——11 月

氯碱行业跟踪》20091208

- 12 月，国际原油价格在 70-80 美元/桶震荡，国际乙烯价格涨幅下降，国际 PVC 单月涨幅达到 60 美元/吨。成本传导存在一定滞后期，我们判断国际 PVC 还存在 75 美元/吨左右的上涨空间。
- 12 月，国内 PVC 价格跟随国际 PVC 价格上扬，单月涨幅 450 元/吨。我们预计未来 1-2 个月，国内电石法 PVC 仍将跟随国际 PVC 价格上涨，但幅度会低于国际 PVC 的涨价空间。
- 1-11 月房地产新开工面积 9.76 亿平方米，累计同比增长 15.8%。联合证券房地产研究员认为，房地产新开工仍处于上升通道。11 月国内 PVC 表观消费量和电石产量环比下滑 4.9%、2.4%，淡季正常回落不改 PVC 行业向好趋势。随着明年地产开工的恢复，我们预期 PVC 表观消费仍将保持 10-15% 的平稳增长。
- 根据电价调整方案我们对国际乙烯法和国内电石法 PVC 的成本进行重新测算。我们预期 2010 年国际原油均价在 75 美元/桶、国内 PVC 表观消费量保持 10-15% 的增长，则电石法 PVC 最高完全成本在 6867 元/吨，华东地区均价在 7184 元/吨，具备成本优势的西部 PVC 企业将存在 800-900 元单吨净利。
- 目前烧碱盈利能力已经处于近几年来最低水平，价格已经基本触底。在电石法 PVC 开工率提高的带动下，11 月份烧碱产量 182.7 万吨，创月度产量新高，同比增长 88.19%，环比增长 2.6%，开工率达到 88.69%。烧碱下游复苏迹象逐渐显现，我们认为随着需求进一步复苏，价格有望回暖。
- 高油价下，成本推动乙烯法 PVC 价格上涨，具有成本优势的电石 PVC 生产企业直接受益。我们继续维持对 PVC 行业的增持评级。综合业绩弹性和估值因素考虑，建议投资者关注英力特、中泰化学的投资机会。

最近 52 周股价表现

分析师

肖晖

+755-82493656

xiaohui@lhq.com

李辉

+755-82364424

Lihuijs@lhq.com

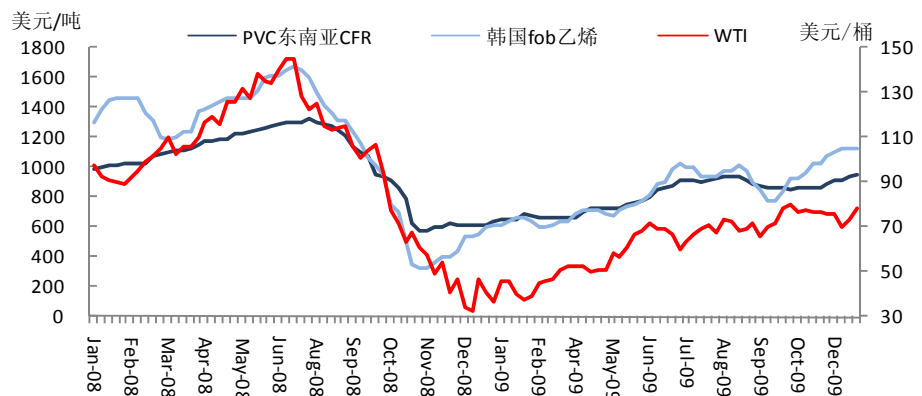
国际、国内 PVC 价格同步上涨

国际 PVC 价格持续上涨

12 月，WTI 原油价格在 69 -79 美元/桶区间震荡，月均价 73.7 美元/桶，较 11 月回落 5.5%。韩国乙烯 FOB 从 11 月 27 日的 1070 美元/吨上涨到 12 月 25 日的 1125 美元/吨，上涨幅度下降（10 月、11 月、12 月单月涨幅分别为 20%、15%和 5%）。国际 PVC 价格从 11 月 27 日的 890 美元/吨小幅上涨到 950 美元/吨，涨幅 6.7%。

图 1、国际 PVC 价格小幅上涨

美元/吨



数据来源：中华商务网、Bloomberg

10 月初以来，原油价格维持在 70 -80 美元/桶。韩国乙烯 FOB 从 10 月 2 日 775 美元/吨的低点上涨了 350 美元/吨（12 月 25 日 1125 美元/吨），按照一吨的乙烯生产两吨 PVC 计算，国际 PVC 价格的合计上涨空间应有 175 美元/吨。乙烯到 PVC 的成本传导存在一个月左右的滞后期，国际 PVC11 月单月涨幅在 30-40 美元/吨，12 月单月涨幅在 60 美元/吨。我们预计未来 1-2 个月内国际 PVC 价格仍有 75 美元/吨的上涨空间。

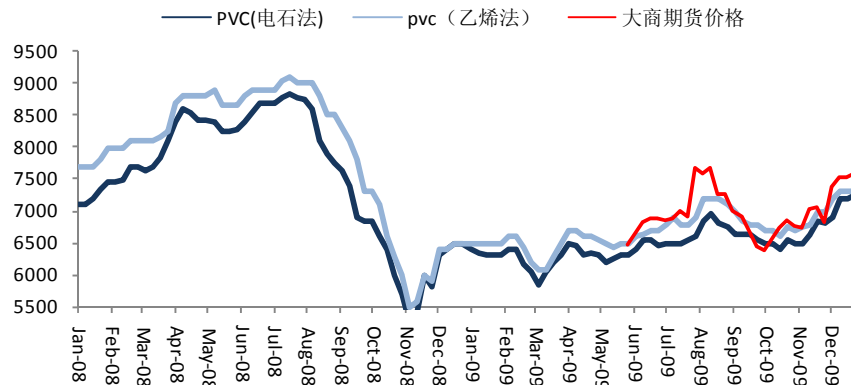
国内 PVC 价格跟随国际价格上涨

12 月 25 日，国内电石法 PVC 华东地区价格 7250 元/吨，单月上涨 450 元/吨，主要是受国际 PVC 价格上涨带动。11 月电价上调对 PVC 成本形成支撑，

我们判断未来 1-2 个月国际原油价格持续在 70-80 美元/桶震荡，国内电石法 PVC 仍将跟随国际 PVC 价格上涨，但由于目前处于房地产淡季，国内 PVC 下游需求低迷，国内 PVC 涨幅会低于国际 PVC 的涨幅，我们预计在 200-300 元/吨左右。

图 2、国内 PVC 现货价格上涨

元/吨



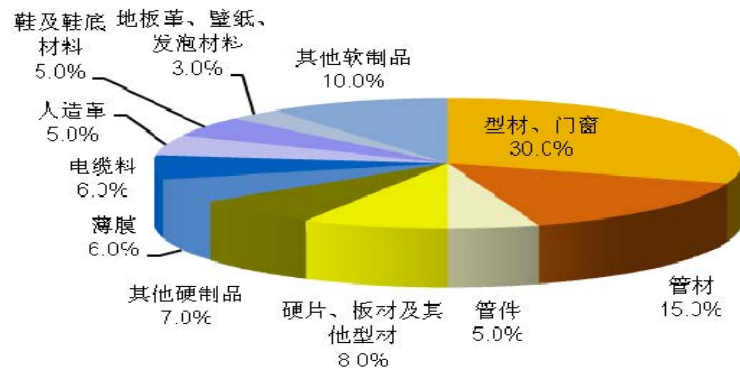
数据来源：化工在线、联合证券研究所整理

淡季回落不改长期向好趋势

房地产 1-11 月累计新开工同比增速 15.8%

与房地产行业密切相关的型材、管材和片材，占 PVC 总消费量的 60%左右，国内房地产市场的发展态势对 PVC 的需求起决定性作用。

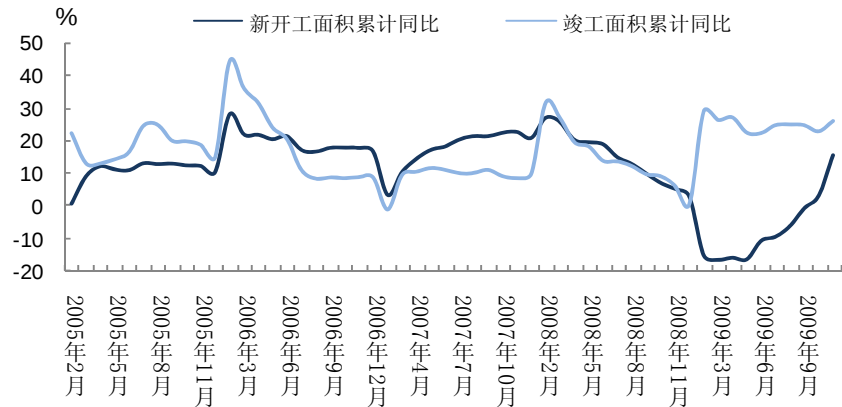
图 3、PVC 的消费构成



数据来源：联合证券研究所整理

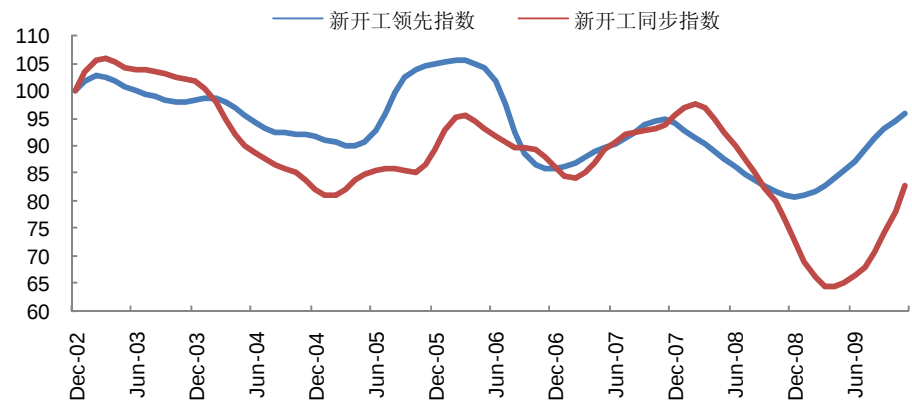
1-11 月房地产新开工面积 9.76 亿平方米，累计同比增长 15.8%。当月新开工面积 1.62 亿平方米，同比增速 195%，为 1999 年以来最高。联合证券房地产行业新开工领先指数显示，新开工面积仍将保持快速增长。

图 4、房地产累计新开工同比 15.8%



数据来源: wind、联合证券研究所整理

图 5、房地产新开工领先指标继续上行



资料来源: 联合证券研究所

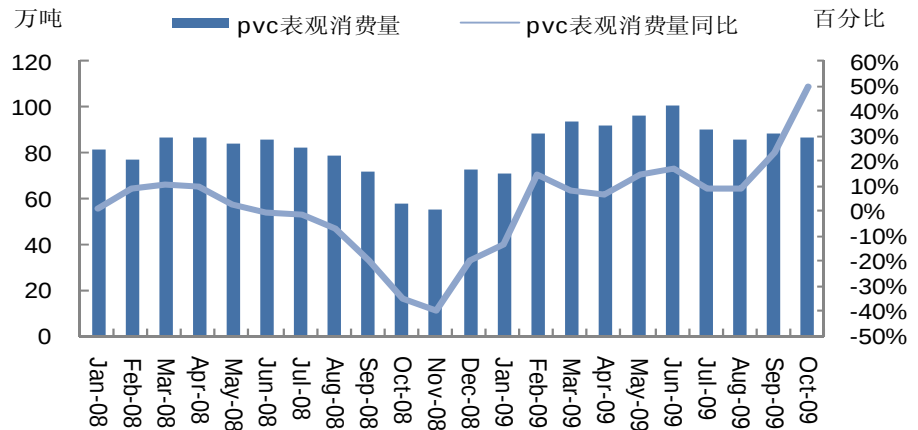
国内 PVC 消费量淡季正常回落

11 月, 国内 PVC 表观消费量 82.3 万吨, 同比增速 50.2%, 环比下降 4.9%; 国内电石产量 144.1 万吨, 同比增速 107.52%, 环比下降 2.4%。同比快速回升主要源于 2008 年的基数较小, 环比回落主要是地产处于开工淡季, 均在预期之内。

1-11 月, 国内 PVC 表观消费量总计 975.7 万吨, 同比增长 15.2%。12 月仍处于地产开工淡季, 我们预计表观消费量环比仍将小幅下滑, 单月消费量维持在 80 万吨左右, 全年国内 PVC 表观消费量将达到 1050 万吨, 同比增长 14.2% (预测值)。随着明年地产开工的恢复, 我们预期 PVC 表观消费仍将保持 10-15% 的平稳增长。

图 6、PVC 表观消费量同比快速回升

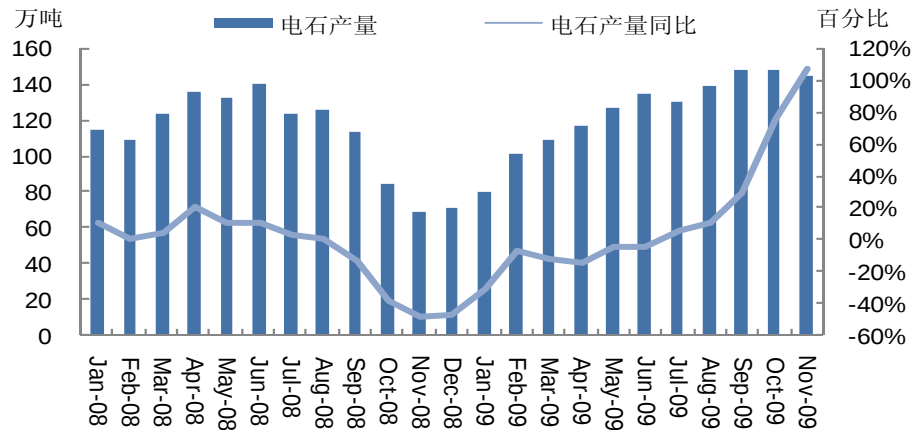
万吨



数据来源：CEIC、联合证券研究所整理

图 7、电石产量持续高位

万吨

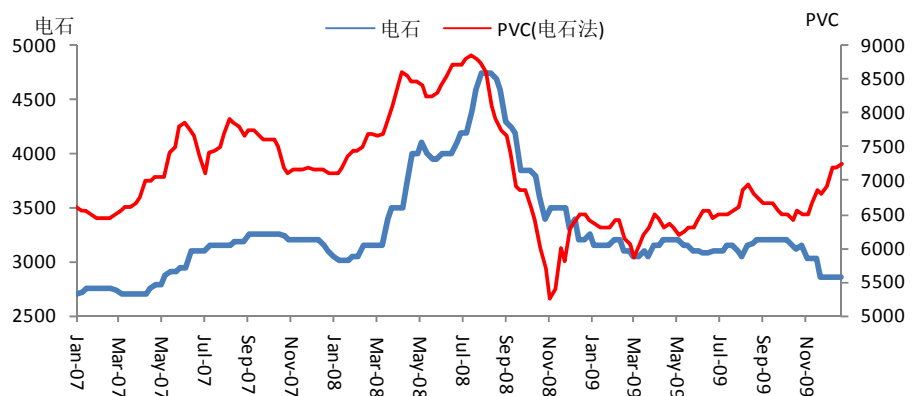


数据来源：CEIC、联合证券研究所整理

房地产开工处于淡季，电石企业很难将电价成本向下游传导，电石行业盈利空间收窄。12 月受成本压力和需求淡季的影响，电石产量可能会有小幅减产，但短期内很难达到供不应求的局面，电石价格仍将在底部徘徊。

图 8、长三角电石价格底部徘徊

元/吨



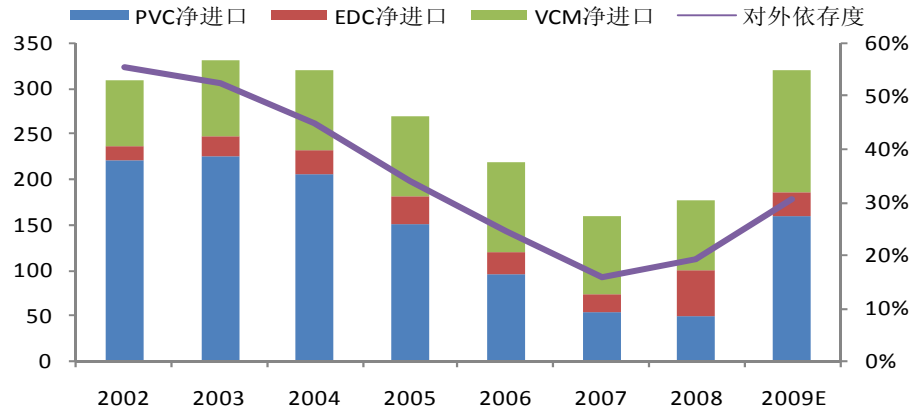
数据来源：化工在线、联合证券研究所整理

PVC 进口量 持续低位

国际油价高位窄幅震荡 (70-80 美元/桶), 国际 PVC 成本上升, PVC 进口量持续低位。11 月份, PVC 净进口下降至 3 万吨, VCM 净进口 6 万吨, EDC 净进口 5.1 万吨, 进口依存度 14.54%。短期内, 进口 PVC 在某些下游领域具有不可替代性, 我们预计 10%-15% 是我国对外依赖的底线。

图 9、2002-2009E 对外依存度

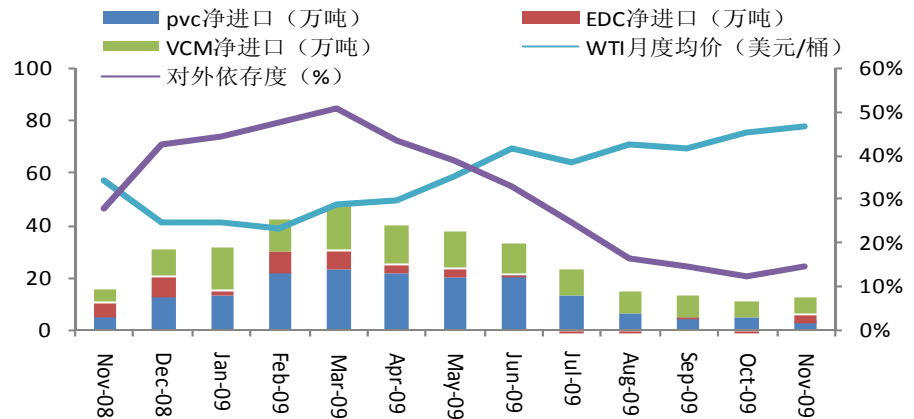
万吨



数据来源: 中国石油和化工分析、联合证券研究所整理

图 10、国内 PVC 对外依存度降低

万吨



数据来源: 中国石油和化工分析、联合证券研究所整理

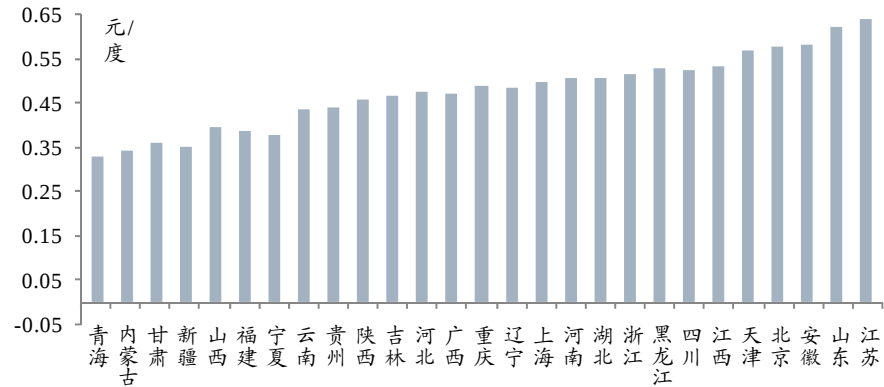
PVC 两种工艺成本比较

乙烯法和电石法成本测算

11 月 20 日, 全国电价平均提高 2.8 分, 各地区有所差异, 如新疆电价并没有上调。我们根据电价的差异对不同省市进行分类, 计算各个电价区间内电石产量分布情况。

图 11、各地电价差异

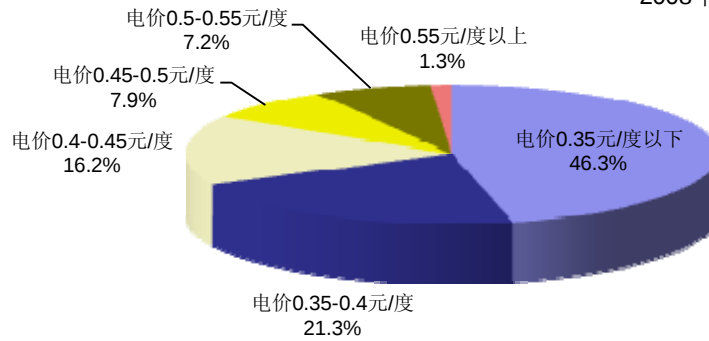
元/度



数据来源：发改委、联合证券研究所整理

图 12、2008 年电价在 0.5 以下区域的电石产量占比 83.8%

2008年电石产量占比



数据来源：中华商务网、联合证券研究所整理

乙烯法通常比电石法具有 200 元/吨的质量溢价。根据我们的测算，当原油价格降到 50 美元/桶以下，仅有电价在 0.35 元/度以下的区域电石法 PVC 才具备成本优势，可以正常开工，其他区域应该基本停产，电石开工率将低于 46.3%；同理，当油价达到 80 美元/桶以上，则电价在 0.55 元/度的区域已经具有成本优势，全国 99% 的电石产能都可以开工。

表 1、两种工艺成本测算

元/吨

乙烯法-电石法 的成本差异 (元/吨)		各地电价 (元/千瓦时)				
		0.35	0.4	0.45	0.5	0.55
		6175 元/吨	6390 元/吨	6653 元/吨	6867 元/吨	7132 元/吨
原油价格 (美元/桶)	50	220.92	5.92	-257.08	-471.08	-736.08
	55	418.50	203.50	-59.50	-273.50	-538.50
	60	616.07	401.07	138.07	-75.93	-340.93
	65	813.65	598.65	335.65	121.65	-143.35
	70	1011.22	796.22	533.22	319.22	54.22
	75	1208.80	993.80	730.80	516.80	251.80
	80	1406.37	1191.37	928.37	714.37	449.37

数据来源：联合证券研究所整理

2010 年电石法 PVC 最高完全成本 6867 元/吨

国际油价降到 50 美元/桶，只有电价在 0.35 元/度以下的区域才能开工，对应的电石法 PVC 的完全成本在 6175 元/吨。此时，电石开工率不超过 46.3%，对外依存度将超过 50%。

国际油价超过 80 美元/桶，即便国内的所有电石企业都具备成本优势，对外依存度也将保持在 10-15% 的底线。以 PVC 表观消费量 1050 万吨计算，电石的最大开工率将不超过 86%，电价在 0.5 元/度的区域才能开工。

表 2、国内电石法 PVC 价格对油价的敏感度

原油价格 美元/桶	相当于 PVC 亚洲 CFR 美元/吨	进口乙烯 法 PVC 成 本 元/吨	PVC 对外 依存度 %	电石开 工率 %	电价 元/度	电石法 PVC 完全 成本 元/吨
50	755	6396	>50	<46.3	0.35	6175
55	778	6593	↓	↓	↓	↓
60	802	6791				
65	825	6989				
70	848	7186				
75	872	7384	15	81.1	0.45	6653
80 以上	>895	>7581	10-15	86	0.5	6867

资料来源：联合证券研究所整理

2003-2007 年国内 PVC 表观消费量增速保持在 12% 左右，我们预计 2010 年国内 PVC 表观消费量增速在 10-15%。2010 年国际原油均价 75 美元/桶，国内 PVC 进口依存度 15%，对应的电石开工率将达到 89%（以 2009 年末 2300 万吨电石产能计算），电石法 PVC 的最高完全成本 6867 元/吨。

以华东地区电石法 PVC 均价 7184 元/吨计算，电石法 PVC 企业至少有 200-300 元/吨的净利润，具有成本优势的西部 PVC 企业（电价 0.35 元/度以下）将有 800-900 元单吨净利。

表 3、国内电石法 PVC 价格对下游需求的敏感度

表观消费 同比增长 %	PVC 表观消 费量 万吨	电石法 PVC 产量 万吨	电石开工 率 %	电价 元/度	电石法 PVC 完全成本 元/吨
5%	1103	937	81	0.45	6653
10%	1155	982	85	0.5	6867
15%	1208	1026	89	0.5	6867
20%	1260	1071	93	0.55	7132

资料来源：联合证券研究所整理

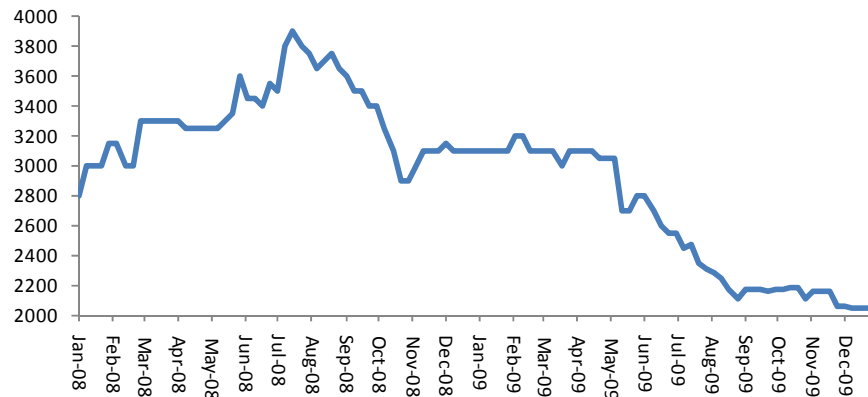
烧碱：等待下游需求的复苏

5 月份后 PVC 价格上涨导致氯碱企业开工率逐步提高，促使烧碱供给增加，在下游需求低迷的情况下，烧碱价格继续下跌。目前烧碱盈利能力已经处于近几

年来最低水平。

图 13、烧碱价格触底

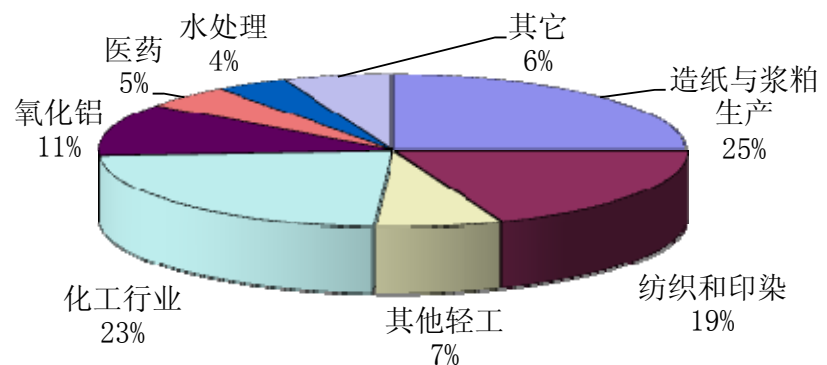
元/吨



数据来源：化工在线、联合证券研究所整理

烧碱主要用于造纸、化工、纺织印刷、轻工、氧化铝、钢铁、制药等领域。其中，造纸行业是烧碱消费的第一大户，消费量约占总消费量的 25%；其次是化工领域，耗烧碱量约占 23%；纺织印染业耗碱量位于第三，约占总消费量的 19%；氧化铝行业耗碱量占 11%；日化轻工行业占 7%。

图 14、2008 年烧碱下游需求分布

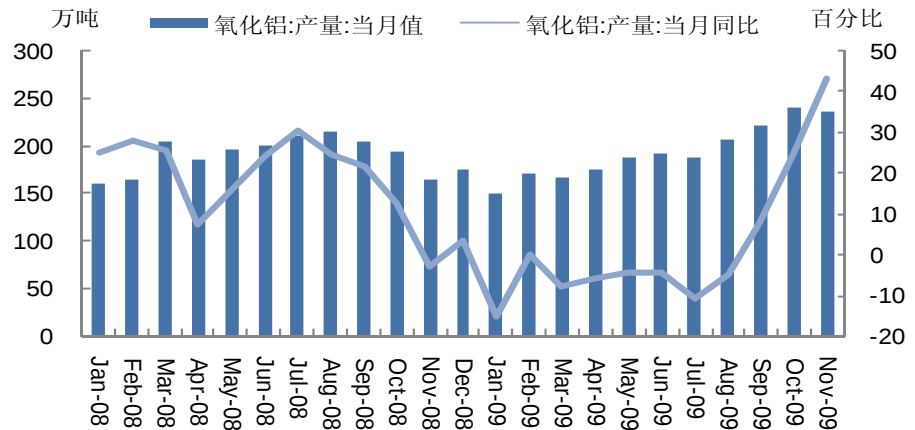


数据来源：化学工业，联合证券研究所整理

11 月份下游氧化铝产量 236.96 万吨，同比增长 43.12%，环比回落 2.4%；机制纸产量创新高 871.99 万吨，环比增长 3.2%，同比增长 28.5%。烧碱的下游需求呈现复苏迹象。

图 15、氧化铝产量同比大幅回升

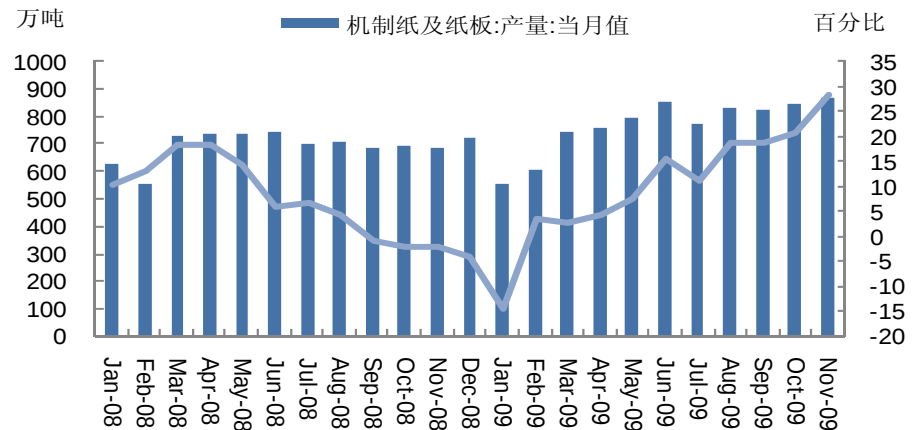
万吨



数据来源: wind、联合证券研究所整理

图 16、机制纸产量创月度新高

万吨

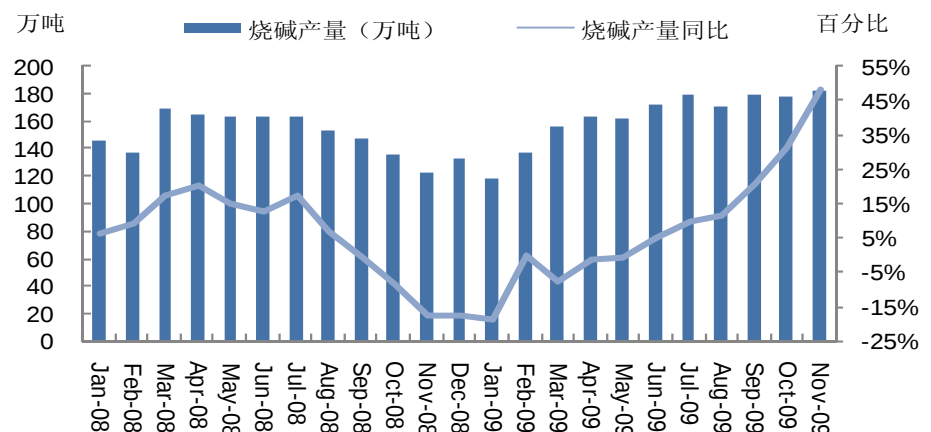


数据来源: wind、联合证券研究所整理

11 月份烧碱产量 182.7 万吨，创月度产量新高，同比增长 88.19%，环比增长 2.6%，开工率达到 88.69%，接近 2008 上半年 90% 的开工水平。我们认为，未来随着下游需求的进一步复苏，烧碱价格有望回暖。

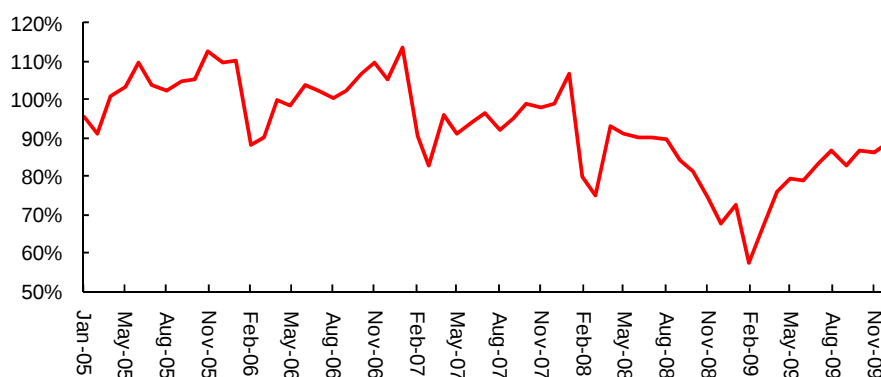
图 17、烧碱产量同比大幅增长

万吨



数据来源: CEIC、联合证券研究所整理

图 18、烧碱开工率逐步回升



数据来源：CEIC、联合证券研究所整理

投资建议

国际原油价格在 70 美元/桶-80 美元/桶高位震荡,进口乙烯法 PVC 对国内市场冲击已经大大下降。我们维持对 PVC 行业的增持评级,建议投资者关注相关上市公司的投资机会。

综合考虑电石和 PVC 的产能,根据我们测算,上市公司中英力特、中泰化学、新疆天业弹性相对更大。

表 4、氯碱上市公司敏感性

公司	总股本(万股)	每万股 PVC 产能(吨)	每万股电石产能(吨)	每万股烧碱产能(吨)
英力特	17871.7	18.46	31.89	13.99
湖北宜化	54237.81	11.06	17.52	8.85
神马实业	44228	9.04	0.00	9.04
中泰化学	53686	8.57	3.73	6.52
新疆天业	43859.2	7.30	7.30	5.47
南化股份	23514.8	6.80	3.61	6.80
金路集团	60918.2	4.92	0.00	4.43
三友化工	93913.6	3.19	0.00	3.19
山东海化	89509.2	2.79	1.84	2.23

数据来源：联合证券研究所整理

表 5、氯碱上市公司估值

	股价	PB	09EPS	10EPS	10PE
英力特	19.15	4.25	0.46	1.08	17.73
中泰化学	20.63	4.43	0.14	0.51	40.45
新疆天业	9.23	2.51	0.19	0.40	23.08

数据来源：联合证券研究所整理

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。