

深度报告

化工行业

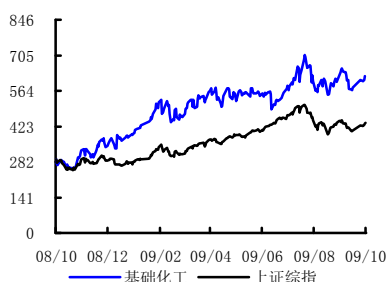
化工行业深度研究

2009 年 10 月 19 日

本报告的独到之处

- 从全球视角分析化工下游行业的需求复苏，从而带动化工子行业的复苏

一年化工行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《化工行业 09 年中期投资策略：次第复苏下的周期性成长股》——2009-07-02

《化工行业 09 年春季投资策略》——2009-03-16

《化工行业 09 年投资策略：经济放缓下首选抗周期品种》——2008-12-09

分析师：邱伟

电话：0755-82133263

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

分析师：张栋梁

电话：0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

分析师：陆震

电话：0755-82130532

E-mail: luzhen@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业专题报告

全球视角下的化工行业复苏

发达国家经济好转带动化工行业逐步走出低谷

美国、欧盟等经济体逐步走出低谷、开始复苏，美国个人可支配收入、消费支出、零售额均环比增长，PMI 指数连续突破 50，经济开始步入扩张期。受益于宏观经济的逐步复苏，美国、欧洲、日本等主要发达国家的化工行业逐步走出低谷，化工行业生产指数企稳，同比降幅收窄。

发达国家衣、食、住、行四大化工下游行业需求复苏

美国服装零售额、进口额同比降幅收窄，7、8 月保持环比正增长，欧元区纺织销售指数也企稳回升。

美国房屋销售 09 年 4 月以来持续环比正增长，8 月份新屋销售同比降幅 06 年 1 月以来首次进入个位数 3.38%；成屋销售 05 年 12 月以来首次实现同比正增长。

美国汽车销售量 09 年 3 月以来明显回升，带动汽车工业生产指数回升；欧元区轿车销售也逐步回升，09 年 5-8 月保持同比正增长。

国内下游先导性行业景气轮动拉动化工子行业次第复苏

1Q09 汽车销售复苏，带动上游轮胎、炭黑、改性塑料等行业需求上升；2Q09 纺织品复苏，带动了上游化纤产业链；1Q09 房地产消费复苏，带动 2Q09 有机硅行业需求上升；预计纯碱、氯碱需求 1H10 滞后于房地产投资复苏。

配置经济复苏受益股

我们建议在 4Q09 适当增加化工股的配置，主要配置方向受益先导行业景气轮动的次第复苏，继续推荐化纤及纺织化学品行业，建议积极关注氯碱和纯碱的投资机会，甚至提前布局。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元) 09-10-16	EPS		PE 2009E	投资评级
				2009E	2010E		
600596	新安股份	13,182	42.70	1.70	2.90	25.12	推荐
600309	烟台万华	31,687	19.05	0.71	0.89	26.83	推荐
600143	金发科技	12,401	8.88	0.22	0.52	40.36	推荐
600423	柳化股份	2,527	9.49	0.11	0.60	86.27	推荐
002010	传化股份	7,240	12.09	0.67	0.76	18.04	推荐
002054	德美化工	2,452	15.80	0.74	0.87	21.35	推荐
002064	华峰氨纶	4,899	13.27	0.25	1.10	53.08	推荐
000584	友利控股	3,349	8.19	0.15	0.52	54.60	推荐
002254	烟台氨纶	4,072	24.96	0.62	1.15	40.26	推荐
002215	诺普信	4,451	21.95	0.67	0.95	32.76	谨慎推荐
000792	盐湖钾肥	38,516	50.18	2.64	3.52	19.01	谨慎推荐
002165	红宝丽	3,434	21.80	0.60	0.73	36.33	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

国际经济复苏带动化工行业转好

美国、欧盟等经济体的可支配收入、消费支出、PMI 指数等经济指标均在近几个月转好，经济数据的转好预示经济开始步入扩张期。美国、欧洲、日本等主要发达国家化工行业逐步走出低谷，化工行业生产指数企稳回升，同比降幅收窄。

衣、食、住、行四大化工下游行业需求复苏

化工行业的子行业虽多，但主要的下游行业无外乎：**纺织、农业、房地产、汽车**。因此，化工需求的复苏首先是这四大行业的销售复苏。

纺织行业上游对应的化工子行业为：化纤、染料、印染助剂等；农业对应：化肥、农药；房地产对应：纯碱、氯碱、有机硅新材料等；汽车对应：塑料、橡胶轮胎、炭黑等。

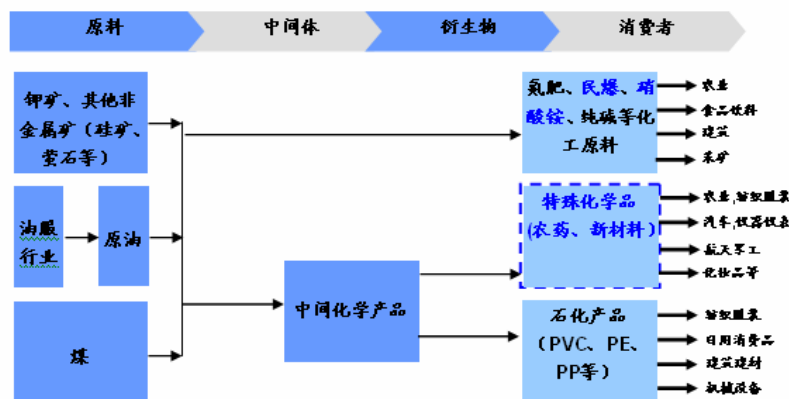
美国服装零售额、进口额环比持续增长，欧元区的纺织销售也企稳回升，带动对于上游化纤、纺织化学品的需求增长；农业需求稳定增长将带动化肥、农药需求长期增长；美国房屋销售自 09 年 4 月以来持续环比增长，带动房屋库存下降、新屋开工量企稳回升，房地产销售和开工的增长将推动对于纯碱、氯碱、有机硅新材料等行业需求增长；美国、欧元区汽车销量自 1Q09 开始好转，汽车产量回升将带动对塑料、橡胶轮胎、炭黑的需求。

先导行业景气轮动带动中国化工子行业次第复苏

1Q09 以来，国内下游行业景气轮动拉动化工子行业次第复苏：1Q09 汽车销售出现复苏，带动了上游轮胎、炭黑、改性塑料等行业的需求复苏；1Q09 房地产销售出现复苏，带动 2Q09 有机硅需求增加（滞后效应）；2Q09 纺织品的需求复苏，带动了上游化纤产业链的需求明显增加。3Q09 房地产投资的增加会相应增加对于纯碱（玻璃的主要材料）、PVC（塑钢门窗，电线套管的主要材料）的需求，但根据历史经验，会滞后到 1H10 反应。

化工行业的投资主题仍然是先导行业景气轮动的次第复苏，继续推荐化纤及纺织化学品行业，建议积极关注氯碱和纯碱的投资机会，甚至提前布局。

图 1：化工行业的主要下游——衣、食、住、行



资料来源：国信证券经济研究所

内容目录

国际经济复苏带动化工行业复苏	6
宏观经济回升态势得到确认	6
化工行业逐步走出低谷	7
衣、食、住、行四大化工下游行业需求复苏	8
衣、食、住、行决定化工行业下游需求	8
纺织服装行业销售复苏	9
农业需求稳定增长	10
房地产销售、开工量逐步回升	11
汽车产销量回升	12
中国化工子行业次第复苏	13
行业景气轮动拉动中国化工子行业次第复苏	13
化纤&纺织化学品：受益于纺织服装行业需求复苏	14
农业上游：农药、化肥需求有望继续稳定增长	16
纯碱氯碱：房地产投资带动需求 1H10 复苏	18
关注经济复苏带动行业景气轮动的投资机会	19

图表目录

图 1: 化工行业的主要下游——衣、食、住、行	2
图 2: 个人可支配收入、个人支出开始回升	6
图 3: 个人可支配收入、个人支出开始同比正增长	6
图 4: 美国零售额开始回升	6
图 5: 美国零售额同比降幅大幅收窄	6
图 6: 美国PMI指数大幅回升	7
图 7: 美国制造业及非制造业采购经理人指数	7
图 8: 美国工业产值指数和产能利用率企稳回升	7
图 9: 美国工业产值指数和产能利用率同比降幅收窄	7
图 10: 美国化工行业生产指数同比降幅收窄	7
图 11: 美国化工开工率回升、同比降幅收窄	7
图 12: 欧洲化工行业生产指数同比降幅收窄	8
图 13: 日本化工行业生产指数回升	8
图 14: 美国部分化工子行业生产指数	8
图 15: 美国塑料及橡胶制品行业生产指数	8
图 16: 化工行业的主要下游——衣、食、住、行	9
图 17: 美国服装零售额企稳回升	9
图 18: 美国服装进口额逐渐企稳	9
图 19: 欧元区纺织销售指数企稳	10
图 20: 美国食品生产指数回升、同比降幅收窄	10
图 21: 欧元区食品生产指数同比降幅收窄	10
图 22: 芝加哥商品交易所玉米价格企稳	10
图 23: 芝加哥商品交易所大豆价格企稳	10
图 24: 美国成屋销售量开始回升	11
图 25: 美国新屋销售量回暖	11
图 26: 美国成屋、新屋销售同比降幅收窄	11
图 27: 美国成屋、新屋库存下降	12
图 28: 美国成屋、新屋可售月数下降	12
图 29: 美国新屋开工量回升	12
图 30: 美国新屋建造许可证见底企稳	12
图 31: 美国汽车销售量回升	12
图 32: 欧元区轿车销售量回升	12
图 33: 美国汽车工业生产指数同比降幅收窄	13
图 34: 行业景气轮动拉动化工子行业次第复苏示意图	14
图 35: 国内房地产销售面积增速大幅回升	14
图 36: 国内汽车销售量增速回升	14
图 37: 布、服装产量同比正增长	15
图 38: 纺织服装累计出口金额增速变化	15
图 39: 09 年氨纶产销量持续增长	15

图 40: 09 年粘胶纤维月度产销量持续增长	15
图 41: 氨纶价格变化	16
图 42: 粘胶价格变化	16
图 43: 第一产业国内生产总值保持平稳增长	16
图 44: 农药行业表观消费量变化	16
图 45: 1962 年以来农业单产对单位面积化肥施用量的弹性变化	17
图 46: 中国氮肥产销量变化	17
图 47: 中国磷肥产销量变化	17
图 48: 中国钾肥产销量变化	17
图 49: 国内房地产新开工面积回升	18
图 50: 国内房地产投资快速增长	18
图 51: PVC 供需变化	18
图 52: 纯碱供需变化	18
附表 1: 重点公司盈利预测及估值	20

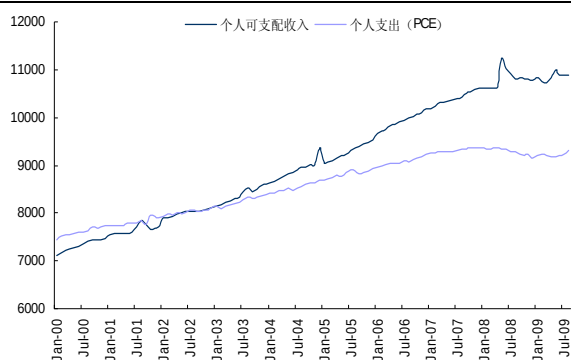
国际经济复苏带动化工行业复苏

宏观经济回升态势得到确认

美国、欧盟等经济体的经济数据表明，国际经济复苏的迹象逐渐清晰，世界经济已逐步走出最艰难的低谷。

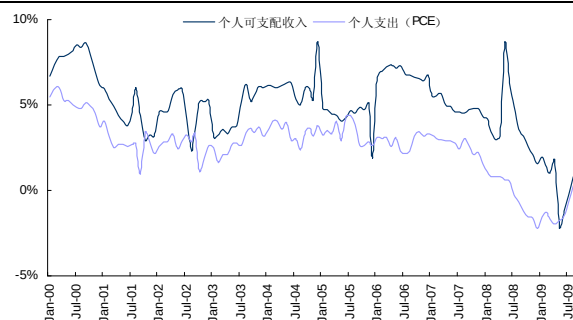
09年8月份美国名义个人可支配收入环比增长0.14%，同比增长0.80%；实际个人消费支出（PCE）环比增长0.94%，同比增长0.29%。实际个人消费支出自08年7月以来首次实现同比正增长。

图 2: 个人可支配收入、个人支出开始回升 十亿美元/年



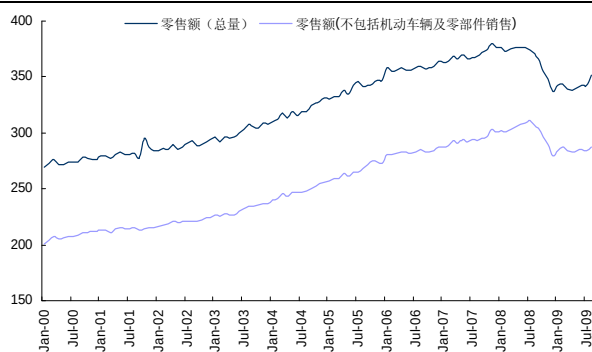
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 3: 个人可支配收入、个人支出开始同比正增长



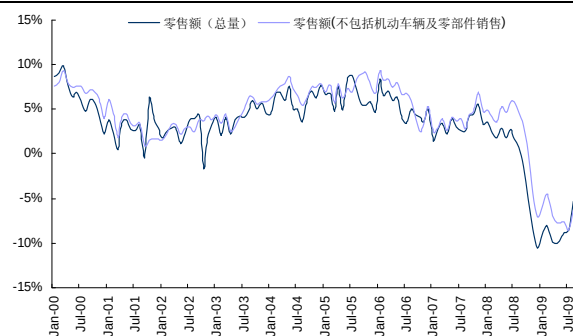
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 4: 美国零售额开始回升 十亿美元/年



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

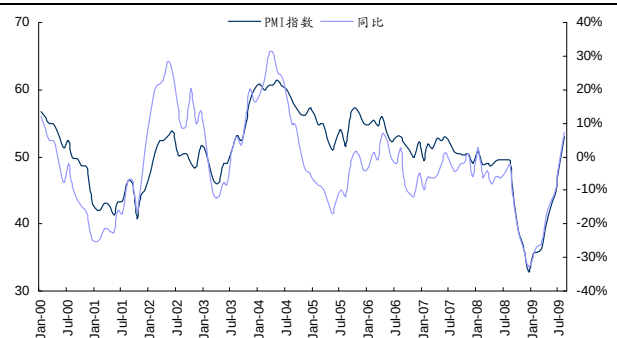
图 5: 美国零售额同比降幅大幅收窄



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

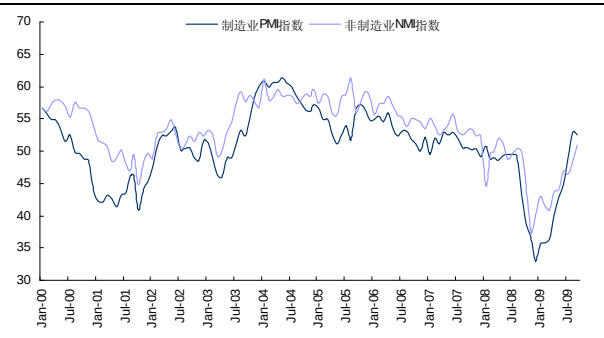
09年8月份，美国零售额环比增长2.67%，是06年2月以来单月最大增幅，同比降幅也进一步收窄至5.31%。8、9月份，美国制造业采购经理人（PMI）指数均突破50，工业产值和产能利用率也企稳回升，经济开始步入扩张期。

图 6: 美国 PMI 指数大幅回升



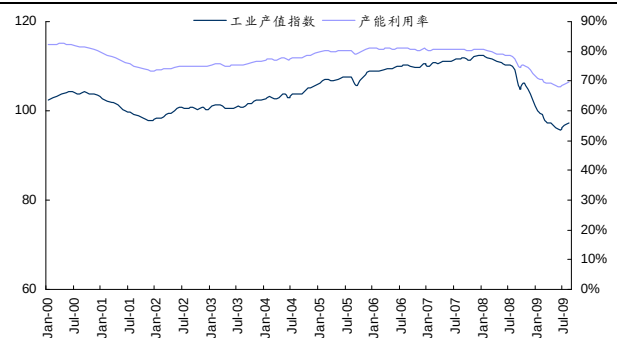
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 7: 美国制造业及非制造业采购经理人指数



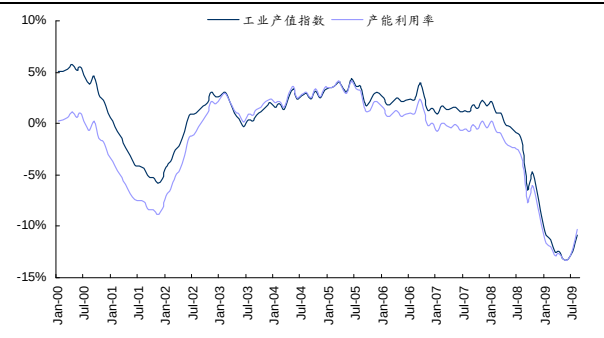
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 8: 美国工业产值指数和产能利用率企稳回升



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 9: 美国工业产值指数和产能利用率同比降幅收窄



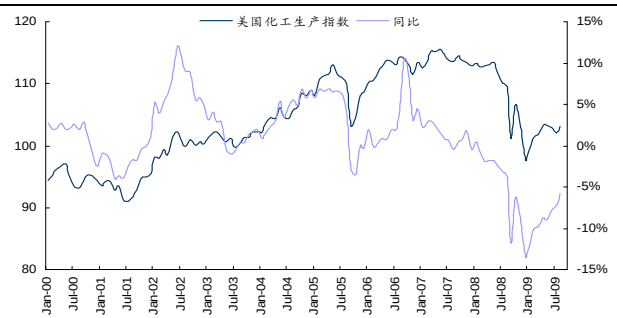
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

化工行业逐步走出低谷

受益于宏观经济的逐步复苏,美国、欧洲、日本等主要发达国家的化工行业逐步走出低谷,化工行业生产指数逐步企稳回升,同比降幅收窄。

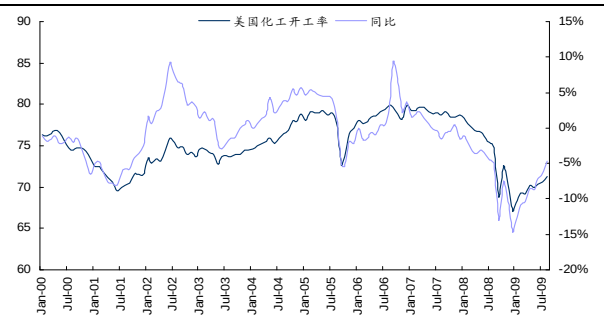
美国化工行业生产指数在 08 年 12 月降至最低点 97.75,同比降幅也跌至 -13.46%的谷底,开工率也降至 67.2%的低点;随后化工行业生产指数及开工率回升,同比降幅逐月收窄,09 年 8 月生产指数回升至 103.06,同比降幅收窄至 -5.82%;开工率回升至 71.3%。

图 10: 美国化工行业生产指数同比降幅收窄 2002=100



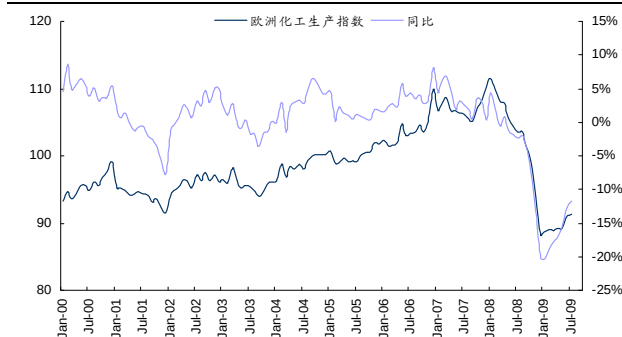
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 11: 美国化工开工率回升、同比降幅收窄



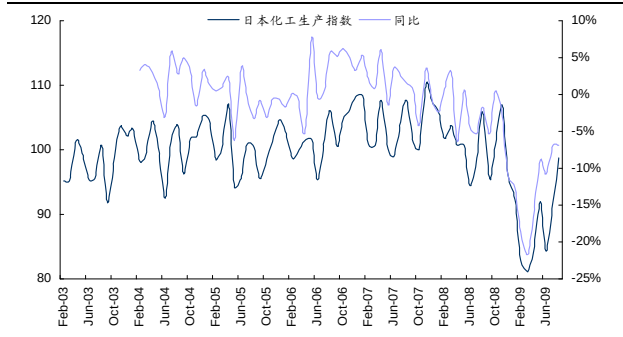
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 12: 欧洲化工行业生产指数同比降幅收窄 2005=100



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

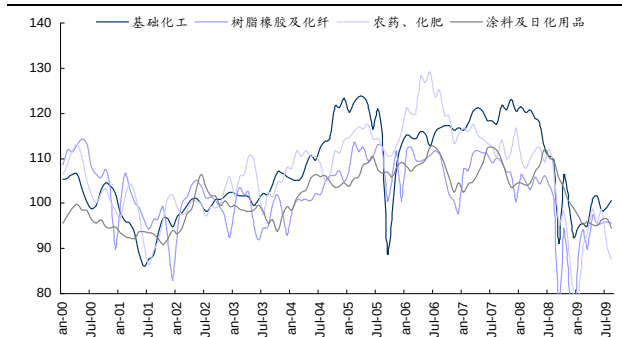
图 13: 日本化工行业生产指数回升 2005=100



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

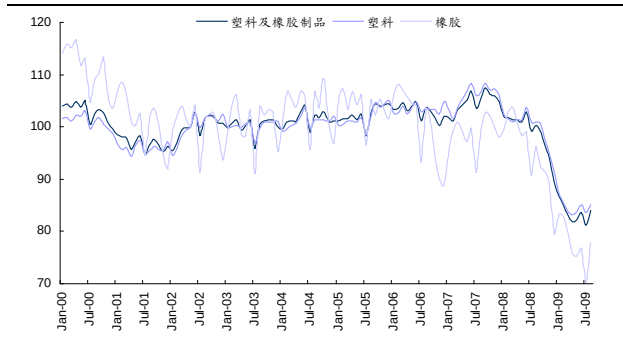
美国化工行业复苏过程中, 各化工子行业各自表现不一。美国的基础化工、树脂橡胶及化纤等化工子行业生产指数自 08 年 12 月起企稳回升, 其中有机化工子行业生产指数的快速回升带动基础化工行业生产指数回升明显。塑料及橡胶制品、农药及化肥行业生产指数仍在低位徘徊, 涂料及日化用品行业生产指数则一直相对稳定。

图 14: 美国部分化工子行业生产指数 2002=100



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 15: 美国塑料及橡胶制品行业生产指数 2002=100



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

衣、食、住、行四大化工下游行业需求复苏

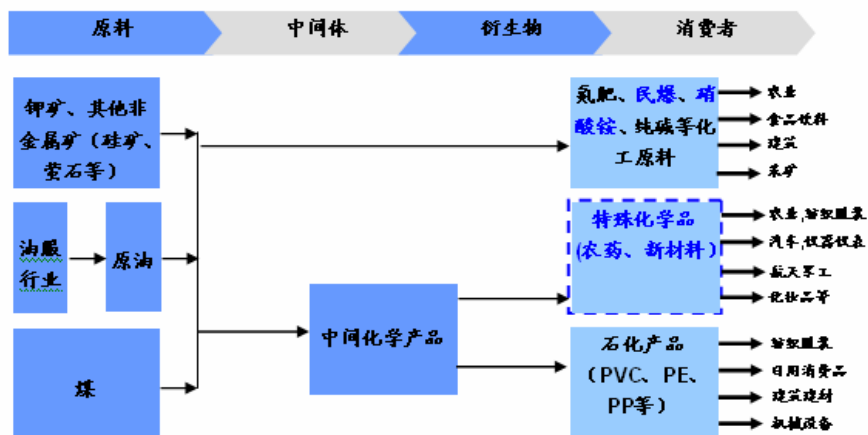
衣、食、住、行决定化工行业下游需求

为进一步研究分析化工行业的复苏原因及其状况, 我们从下游需求出发, 分行业对下游行业需求状况进行分解。

化工行业的子行业较多, 但主要的下游需求仍无外乎衣、食、住、行, 对应的代表行业分布为纺织、农业、房地产、汽车。因此, 化工需求的复苏, 首先是这四大行业的销售复苏, 进而带动上游化工子行业的复苏。

纺织行业上游对应的化工子行业为：化纤、染料、印染助剂等；农业对应：化肥、农药；房地产对应：纯碱、氯碱、有机硅新材料等；汽车对应：塑料、橡胶轮胎、炭黑、甲醇（用作燃料）等。

图 16：化工行业的主要下游——衣、食、住、行



资料来源：国信证券经济研究所

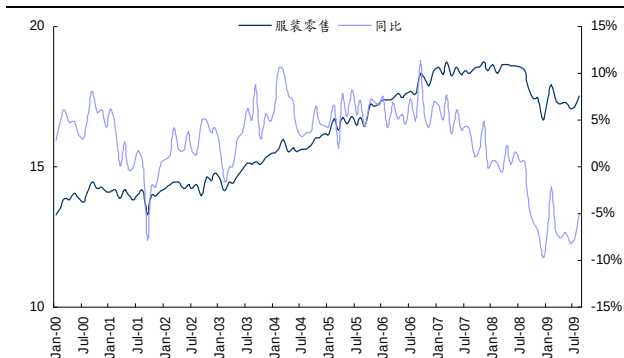
纺织服装行业销售复苏

美国的服装零售额、进口额逐渐转好，美国服装零售市场销售额逐月企稳回升，09 年 8 月份同比降幅收窄至下降 5.09%；美国服装进口额同比降幅也逐渐企稳，09 年 7、8 月服装零售额和进口额均保持环比正增长。

同时，欧元区纺织销售也企稳好转，欧元区纺织销售指数逐渐企稳，在 09 年 6、7 月环比保持正增长。

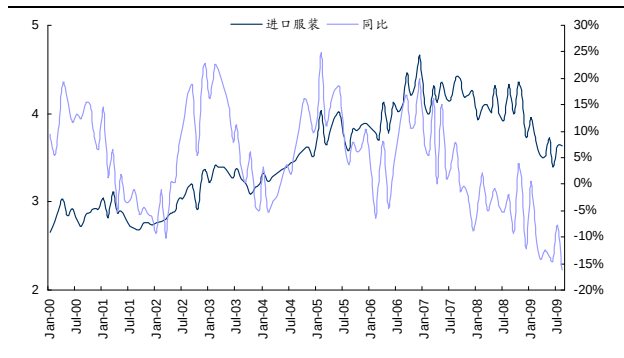
纺织服装行业的复苏，带动上游化纤、纺织化学品的需求增长而受益。

图 17：美国服装零售额企稳回升 十亿美元，%



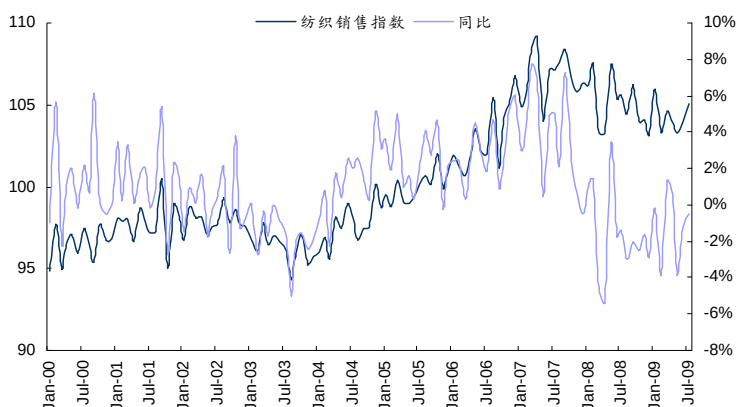
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 18：美国服装进口额逐渐企稳 十亿美元，%



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 19: 欧元区纺织销售指数企稳 2005=100

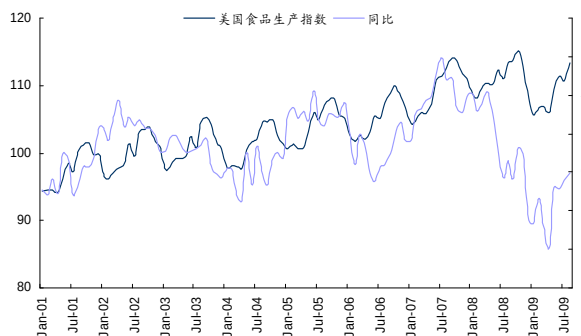


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

农业需求稳定增长

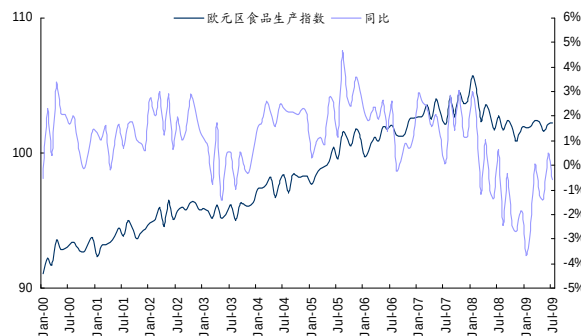
农业本身具有“弱周期”的特征,其需求长期稳定增长,在金融危机中需求相对稳定。经济好转促使美国、欧元区的食品生产指数企稳、同比降幅收窄,带动对于农业的需求增长,农产品期货价格也逐渐企稳。

图 20: 美国食品生产指数回升、同比降幅收窄 2002=100



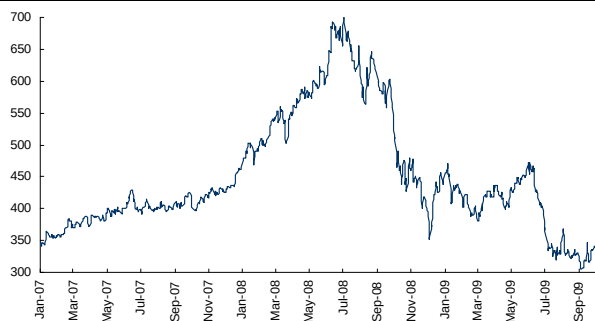
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 21: 欧元区食品生产指数同比降幅收窄 2005=100



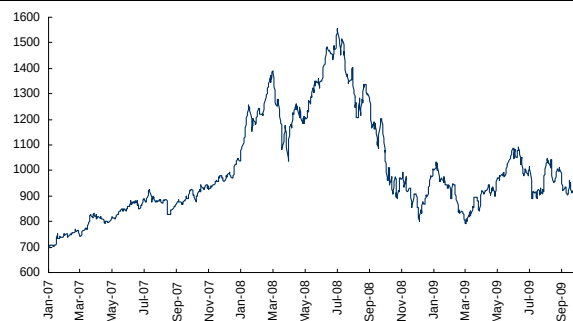
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 22 芝加哥商品交易所玉米价格企稳 美分/蒲式耳



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 23: 芝加哥商品交易所大豆价格企稳 美分/蒲式耳

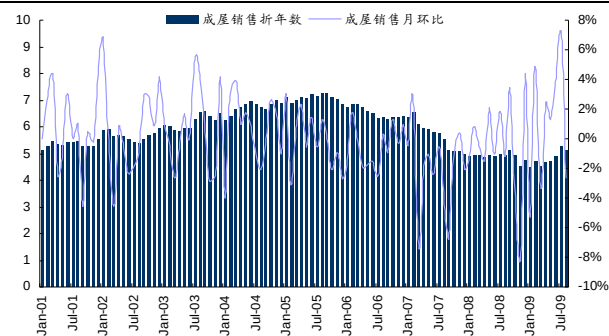


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

房地产销售、开工量逐步回升

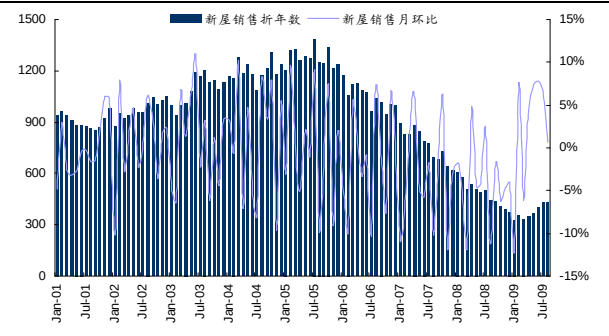
房地产行业销售量出现回升态势，美国成屋销售和新屋销售均明显回暖，自 09 年 4 月以来销售量保持持续的环比正增长。新屋销售的同比降幅也大幅收窄，8 月份同比降幅 3.38%，自 06 年 1 月以来同比降幅首次进入个人数。成屋销售在 09 年 7、8 月分别实现了 5.01%、3.45% 的同比正增长，自 05 年 12 月以来首次实现同比正增长。

图 24: 美国成屋销售量开始回升 百万套，%



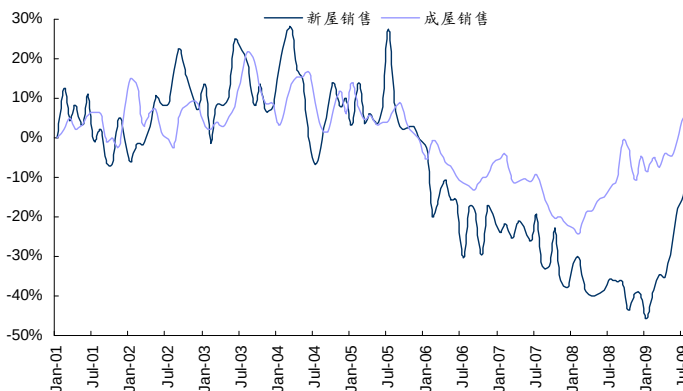
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 25: 美国新屋销售量回暖 千套，%



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

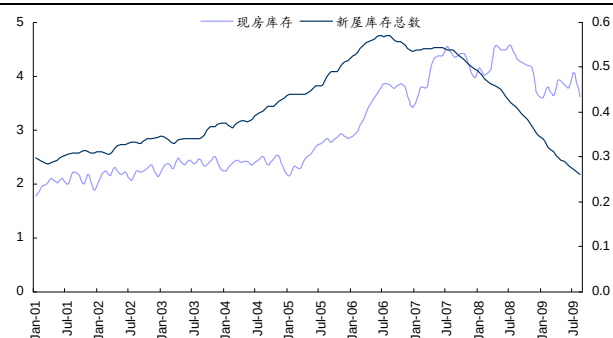
图 26: 美国成屋、新屋销售同比降幅收窄



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

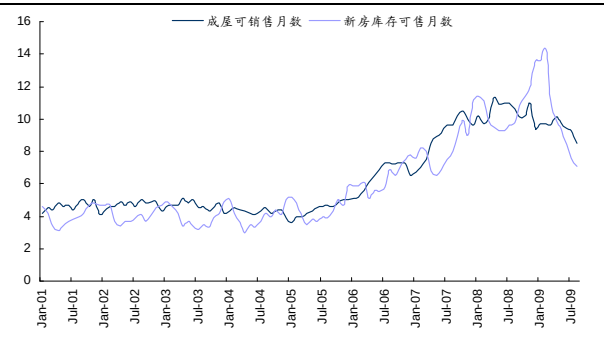
房地产销售量的复苏，带动了房屋库存量的下降，美国成屋、新屋库存下降明显。其中，新屋库存总数在 09 年 8 月降至 26.1 万套的较低水平，新屋库存可售月数在 09 年 8 月份也降至 7.1。库存下降进一步传导到新屋开工，美国新屋开工量和新屋建造许可证开始企稳回升。

图 27: 美国成屋、新屋库存下降 百万套



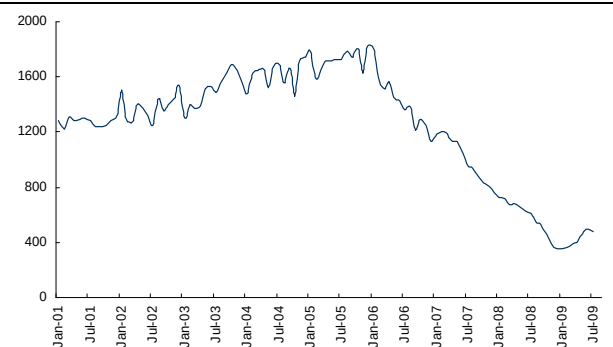
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 28: 美国成屋、新屋可售月数下降



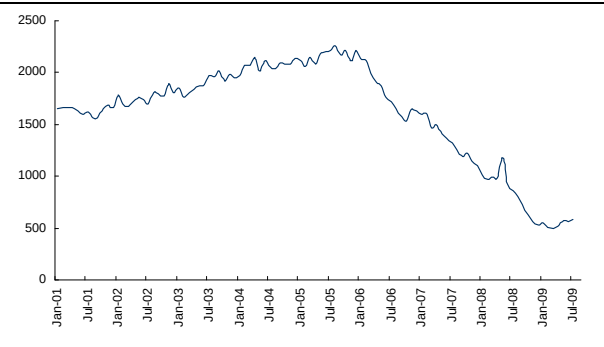
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 29: 美国新屋开工量回升 千套



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 30: 美国新屋建造许可证见底企稳 千套



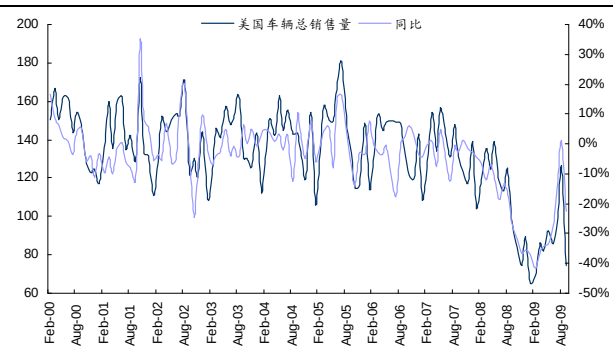
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

房地产销售、开工量数据的好转, 将推动房地产行业对于相关化工子行业产品的需求, 纯碱、氯碱、有机硅新材料等行业可能潜在受益。

汽车产销量回升

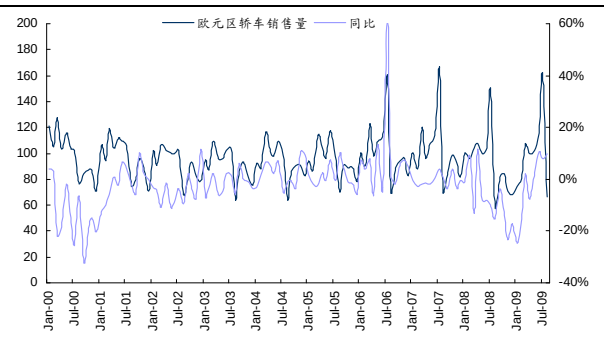
可支配收入的增长和政府就市政策共同推动了汽车销量的增长, 美国汽车销售量从 09 年 3 月开始明显回升, 同比降幅收窄; 欧元区的轿车销售也逐步回升, 09 年 5-8 月保持同比正增长。

图 31: 美国汽车销售量回升 万辆, %



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

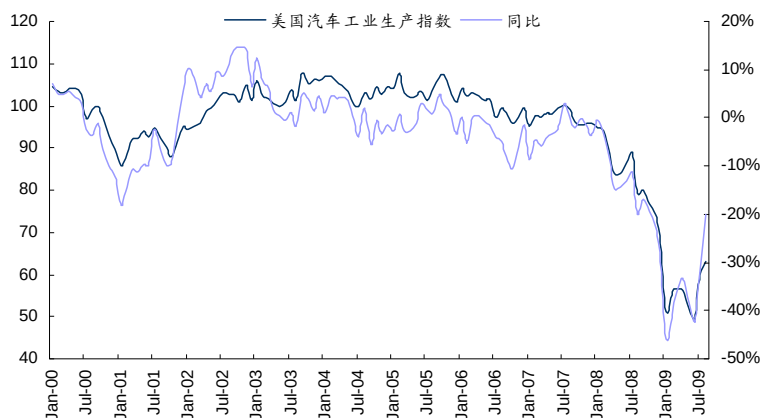
图 32: 欧元区轿车销售量回升 万辆, %



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

汽车销量的增长促进了汽车生产，美国汽车工业生产指数开始回升，同比降幅大幅收窄。汽车工业生产的复苏，将拉动对塑料、橡胶轮胎、炭黑的需求。

图 33: 美国汽车工业生产指数同比降幅收窄 2002=100



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

中国化工子行业次第复苏

行业景气轮动拉动中国化工子行业次第复苏

回顾过去几年的经济运行,我们发现,2H04 纺织行业景气度上升曾引起 1H05 年开始的化纤行业景气周期,而 2H06 房地产行业景气度上升则引起 2007 年开始纯碱、氯碱行业景气向上。可以看出,化工子行业的需求增长明显与下游行业相关,通常存在滞后。

2H07 农业景气度上升引起 1H08 农药、化肥行业收入利润双双增长较快,这是 1H08 农药化肥股票表现较好的主要原因,由于农业本身需求相对稳定的“弱周期”特点,我们对于 10 年农药、化肥行业总体持“谨慎乐观”态度:

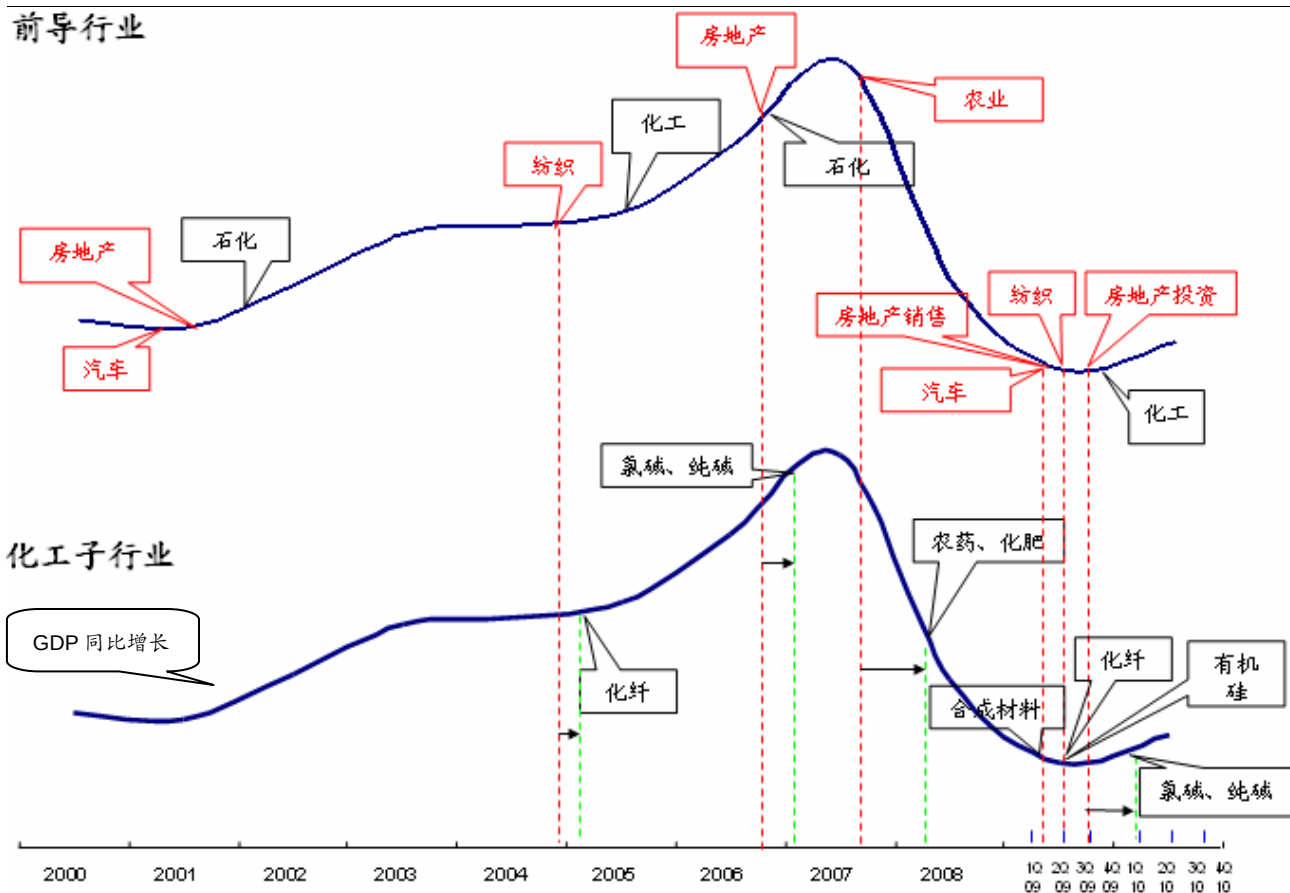
预计 09 年全球农药销售额回调 7%,10 年全球市场有望再次增长达到 10%;而 09 年虫害相对较轻,国内农药的主要品种杀虫剂消费量下滑较大,预计 10 年国内农药总体消费量可能会有所回升;

三大肥中,钾肥的需求增长最为确定,预计 09 年春节后钾肥行业可能存在投资机会,但目前来看尚不确定,实际情况很可能依然取决于国内进口钾肥价格的最终敲定情况。

1Q09 以来,国内下游行业景气轮动拉动化工子行业次第复苏:1Q09 汽车销售出现复苏,带动了上游轮胎、炭黑、改性塑料等行业的需求复苏;1Q09 房地产销售出现复苏,带动 2Q09 有机硅需求增加(滞后效应);2Q09 纺织品的需求复苏,带动了上游化纤产业链的需求明显增加。3Q09 房地产投资的增加会相应增加对于纯碱(玻璃的主要材料)、PVC(塑钢门窗,电线套管的主要材料)的需求,但根据历史经验,会滞后到 1H10 反应。

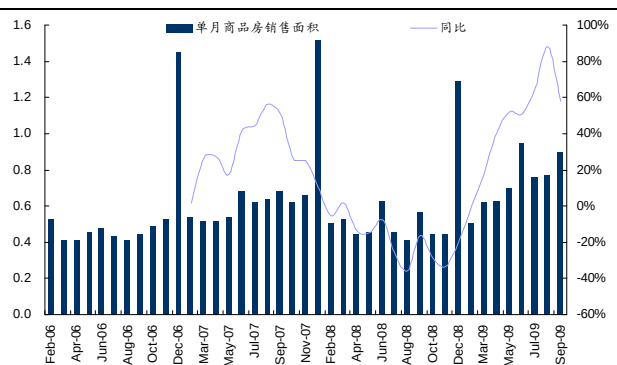
我们认为 09 年化工行业复苏的顺序如下:合成材料(包括轮胎橡胶)、化纤、有机硅、两碱(纯碱、氯碱)。农药、化肥总体需求较为稳定。

图 34：行业景气轮动拉动化工子行业次第复苏示意图



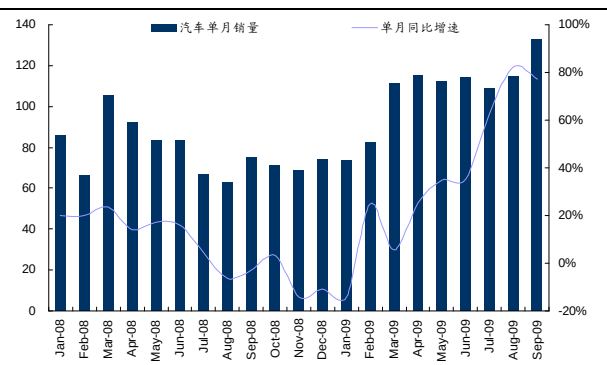
资料来源：国信证券经济研究所

图 35：国内房地产销售面积增速大幅回升 亿平方米，%



资料来源：国信证券经济研究所

图 36：国内汽车销售量增速回升 万辆，%



资料来源：国信证券经济研究所

化纤&纺织化学品：受益于纺织服装行业需求复苏

我们认为，纺织服装行业的需求复苏，出口数据逐月转好，同比降幅开始收窄；布、服装产量逐月提高，09年8月份的布产量实现同比增长3.25%，自09年4月以来首次实现同比正增长。下游纺织服装行业的复苏，将拉动化纤、纺织化学品的需求。

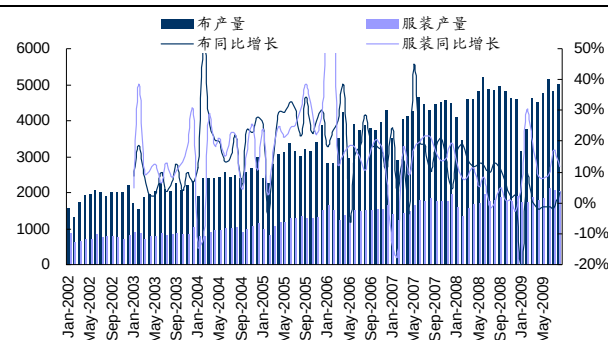
我们特别注意到 10 月 12 日—10 月 16 日这一周，作为化纤主要品种的涤纶系列产品价格涨幅居前：PTA 价格上涨 6.77%至 7100 元/吨，聚酯切片上涨 6.25%至 8500 元/吨，涤纶短纤上涨 6.67%至 8800 元/吨，涤纶 POY 上涨 5.06%至 9350 元/吨，尽管主要原因可能在于油价上涨的推动、下游补仓的需求拉动以及 PTA 期货价格对于现货价格的拉动，但后期以美国服装零售、进口数据为代表的下游需求持续好转将有望继续拉动国内化纤行业向好。

作为改良性的化纤产品，氨纶是化纤产品中最具有超预期可能的品种，2006 年市场就曾低估氨纶需求，市场存在低估氨纶需求、高估氨纶供给的可能，我们建议关注华峰氨纶、友利控股、烟台氨纶。

09 年棉花产量下降带动的棉花价格上涨，油价上涨推动的涤纶价格上涨，是推动其替代品种粘胶短纤价格上涨的主要动力，棉短绒资源不足导致的原料供应紧张则将进一步推动了粘胶短纤价格上涨，粘胶短纤价格存在超出市场预期的可能，我们建议关注山东海龙、澳洋科技。

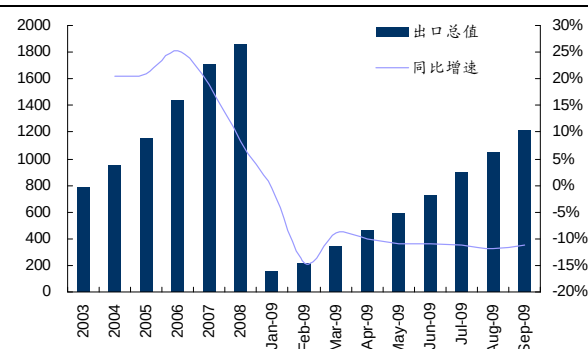
下游纺织品需求好转也带动了纺织化学品（如纺织助剂、染料）的需求好转，建议关注传化股份、德美化工。

图 37：布、服装产量同比正增长 百万米，百万件，%



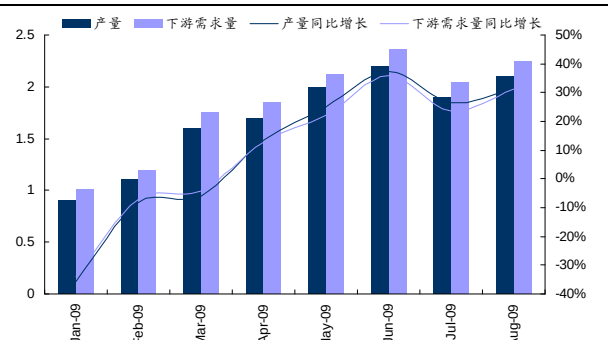
资料来源：国信证券经济研究所

图 38：纺织服装累计出口金额增速变化 亿美元，%



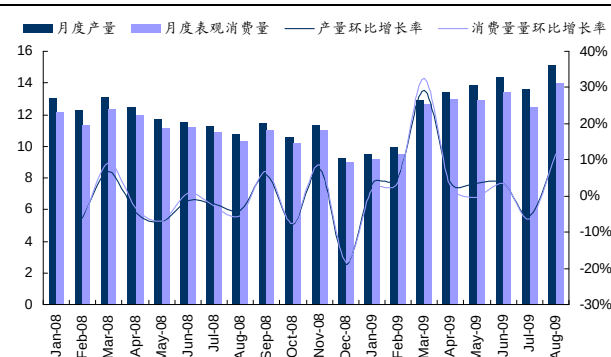
资料来源：国信证券经济研究所

图 39：09 年氨纶产销量持续增长 亿美元，%



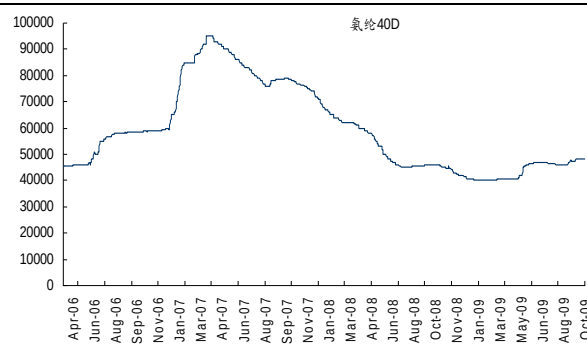
资料来源：国信证券经济研究所

图 40：09 年粘胶纤维月度产销量持续增长 万吨，%



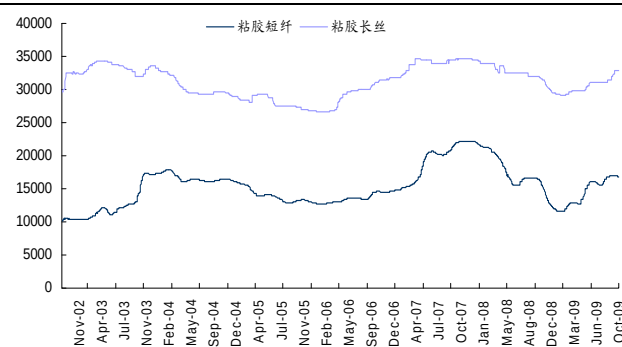
资料来源：国信证券经济研究所

图 41: 氨纶价格变化 元/吨



资料来源: 国信证券经济研究所

图 42: 粘胶价格变化 元/吨



资料来源: 国信证券经济研究所

农业上游: 农药、化肥需求有望继续稳定增长

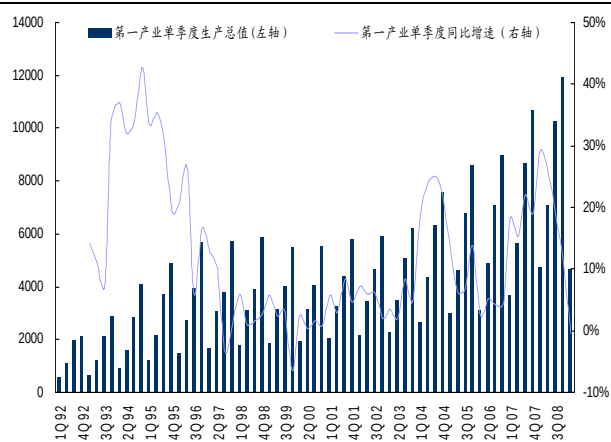
此轮中国农业行业的需求上升是从 2H07 开始的, 1H08 传导至农药、化肥行业, 观察到的现象则是 1H08 农药、化肥需求的旺盛。由于农业具有一定“弱周期”特征, 未来将体现为需求的稳定增长, 反映到农药、化肥行业的需求也是如此。

农药: 环保驱动下的行业整合与升级

根据 Agrow 杂志, 09 年预计全球农药销售额回调 7%, 2010 年市场有望再次复苏, 年增长达到 10%; 09 年虫害相对较轻, 国内农药的主要品种杀虫剂消费量下滑较大, 预计 10 年国内农药总体消费量可能会有所回升。

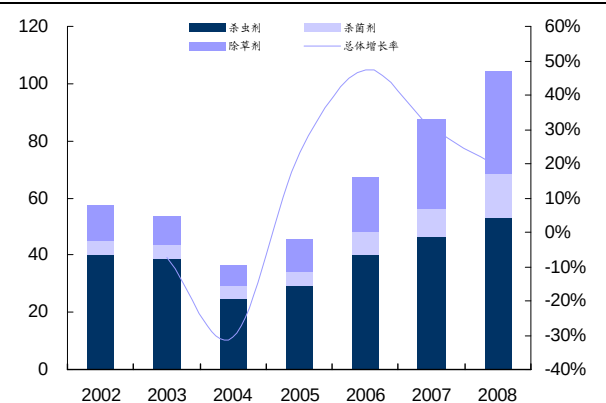
我们认为中国农药企业的成长未来主要依靠: 1) 环保政策的趋严导致的行业大规模整合, 近期农药工业产业政策的出台可能推动国内农药行业整合步伐进一步加快; 2) 国际领先农药企业将上游生产向中国的转移将带动一批企业的发展 (如江山股份); 3) 中国农药企业自身的技术进步推动新型环保高效农药的更新换代, 如红太阳 (集团)、扬农化工、诺普信、利尔化学。

图 43: 第一产业国内生产总值保持平稳增长 亿元, %



资料来源: 国信证券经济研究所

图 44: 农药行业表观消费量变化 万吨 (折纯), %



资料来源: 国信证券经济研究所

化肥: 1H10 谨慎乐观看待旺季需求

全球范围内, 预计 09-13 年尿素供应复合增长率 3.1%, 需求复合增长率 2.3%,

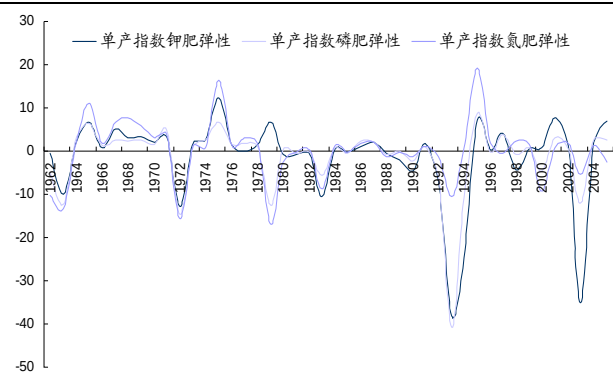
供大于求的状况进一步恶化；占据 80%以上东亚尿素市场的中国，尿素产能过剩的现象也将在未来 4 年难以得到缓解。

从 08 年开始，中国氮肥需求已经进入饱和期；磷肥将继续供大于求；钾肥由于较高的需求价格弹性，09 年面临需求下滑的问题，但是长期而言，钾肥的需求增长在三大肥里最为确定。

未来国内氮肥、磷肥季节性出口关税的调整，其对于市场的心理作用可能大于实质效用，对于未来企业利润的影响可能不大。我们认为 09 年春节后钾肥行业可能存在投资机会，但目前来看尚不确定，实际情况很可能依然取决于国内进口钾肥价格的最终敲定情况。盐湖钾肥 09 年 8 月中旬停报之前，62%氧化钾含量产品价格 3250 元/吨，10 月初 60%氧化钾含量产品价格 2600 — 2800 元/吨。

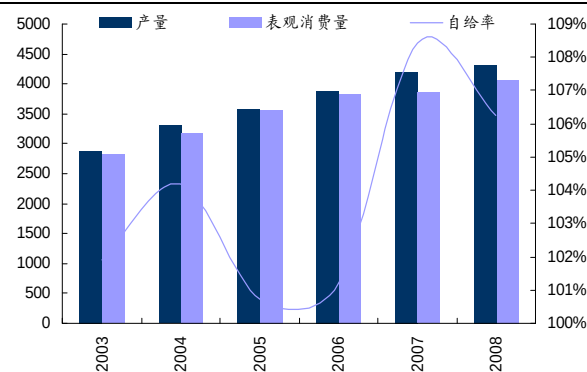
我们注意到由于市场存在天然气提价的预期，而天然气涨价后很可能推动尿素价格向上，加之 10 年春季用肥旺季市场也普遍存在提价 200-300 元/吨的预期，经销商 10 月份已经开始进行冬储准备。但后续化肥价格上涨幅度不仅取决于成本推动情况，也取决于 10 年农产品价格预期变动情况。

图 45: 1962 年以来农业单产对单位面积化肥施用量的弹性变化



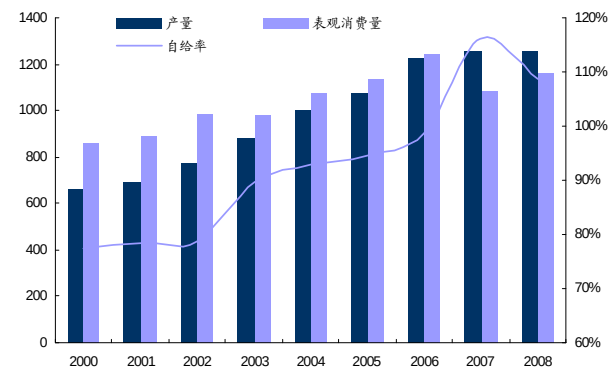
资料来源：国信证券经济研究所

图 46: 中国氮肥产销量变化 万吨（折纯），%



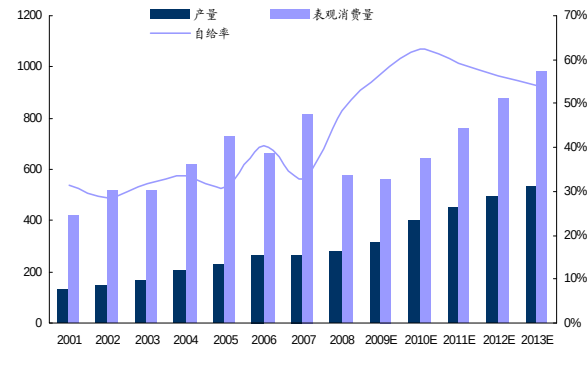
资料来源：国信证券经济研究所

图 47: 中国磷肥产销量变化 万吨（折纯），%



资料来源：国信证券经济研究所

图 48: 中国钾肥产销量变化 万吨（氧化钾折纯），%

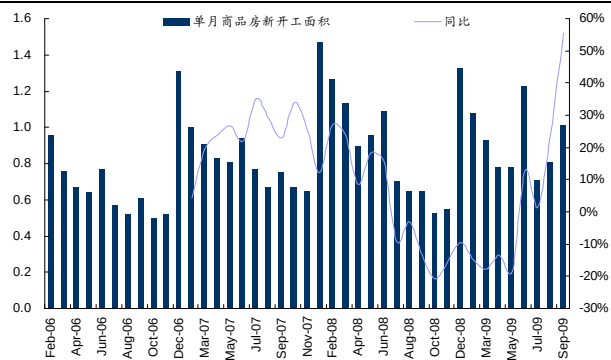


资料来源：国信证券经济研究所

纯碱氯碱：房地产投资带动需求 1H10 复苏

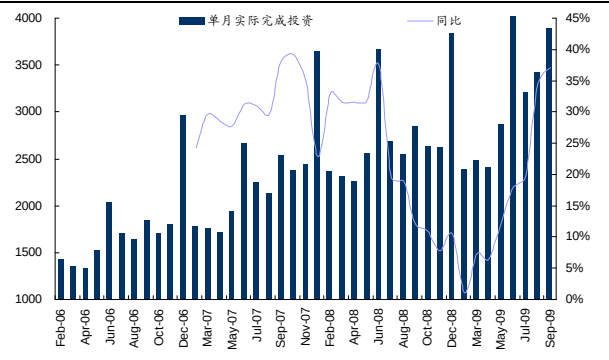
随着房地产新开工面积的回升，房地产投资快速增长，进而将会增加对于纯碱（玻璃的主要材料）、PVC（氯碱行业主要产品，塑钢门窗，电线套管以及各种管道的主要材料）的需求。根据历史经验，可能会滞后到 1H10 有所反应：玻璃和塑钢门窗需求一般是在房地产投资的后期体现。

图 49：国内房地产新开工面积回升 亿平方米，%



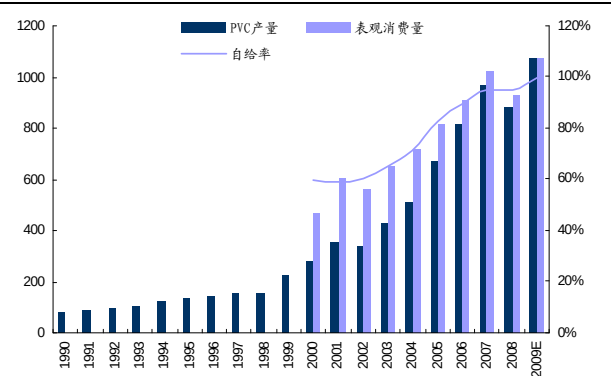
资料来源：国信证券经济研究所

图 50：国内房地产投资快速增长 亿元，%



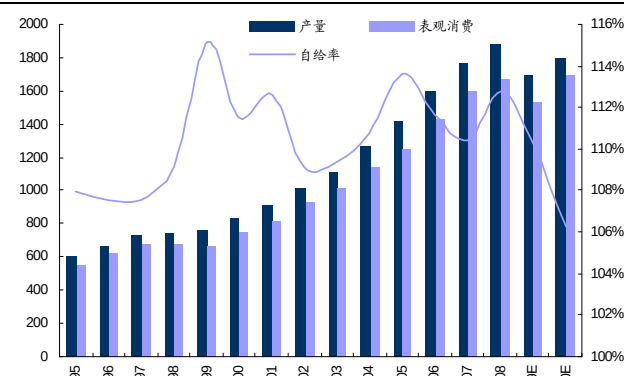
资料来源：国信证券经济研究所

图 51：PVC 供需变化 万吨，%



资料来源：国信证券经济研究所

图 52：纯碱供需变化 万吨，%



资料来源：国信证券经济研究所

关注经济复苏带动行业景气轮动的投资机会

下游先导性行业景气轮动带动化工子行业的次第复苏仍然是化工行业的投资主题，继续推荐化纤及纺织化学品行业，4Q09 建议积极关注氯碱和纯碱的投资机会，甚至提前布局。

天然气价格的可能上涨，将带来相关煤化工企业投资机会，未来关注柳化股份。

长期来看，国内领先化工企业将实现“周期性成长”：持续关注金发科技、新安股份、烟台万华，以及部分中小企业，例如红宝丽、利尔化学、诺普信。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价 09-10-16		EPS			P/E		P/B	评级
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	最新	
新安股份	600596	42.70	5.89	1.70	2.90	7.25	25.12	14.72	4.41	推荐
烟台万华	600309	19.05	0.91	0.71	0.89	20.93	26.83	21.40	6.58	推荐
金发科技	600143	8.88	0.16	0.22	0.52	55.50	40.36	17.08	4.36	推荐
柳化股份	600423	9.49	0.34	0.11	0.60	27.91	86.27	15.82	1.86	推荐
传化股份	002010	12.09	0.37	0.67	0.76	32.68	18.04	15.91	4.31	推荐
德美化工	002054	15.80	0.71	0.74	0.87	22.25	21.35	18.16	5.42	推荐
扬农化工	600486	34.00	1.57	1.81	2.12	21.66	18.78	16.04	4.82	谨慎推荐
诺普信	002215	21.95	0.45	0.67	0.95	48.78	32.76	23.11	8.34	谨慎推荐
利尔化学	002258	22.35	0.65	0.92	1.12	34.38	24.29	19.96	5.51	中性
山西三维	000755	8.16	0.03	0.02	0.11	272.0	408.0	74.18	1.77	谨慎推荐
盐湖钾肥	000792	50.18	1.78	2.64	3.52	28.19	19.01	14.26	13.41	谨慎推荐
红宝丽	002165	21.80	0.43	0.60	0.73	50.70	36.33	29.86	7.66	谨慎推荐
四川美丰	000731	8.80	0.40	0.50	0.64	22.00	17.60	13.75	2.69	中性
建峰化工	000950	15.97	0.88	0.75	1.19	18.15	21.29	13.42	6.59	中性
华峰氨纶	002064	13.27	0.44	0.25	1.10	30.16	53.08	12.06	3.75	推荐
友利控股	000584	8.19	0.21	0.15	0.52	39.00	54.60	15.75	2.17	推荐
烟台氨纶	002254	24.96	1.11	0.62	1.15	22.49	40.26	21.70	2.64	推荐

数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				