

兴业证券研究报告

行业振荡上行，精细化投资是方向 ——基础化工行业当前投资策略

兴业证券研发中心
化工行业研究员 郑方镡

2010年3月



目录

- 基础化工行业运行回顾与展望
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业2010年投资策略

行业探底回升，复苏趋势渐明

图1 化学原料及制品业历年收入及增长率

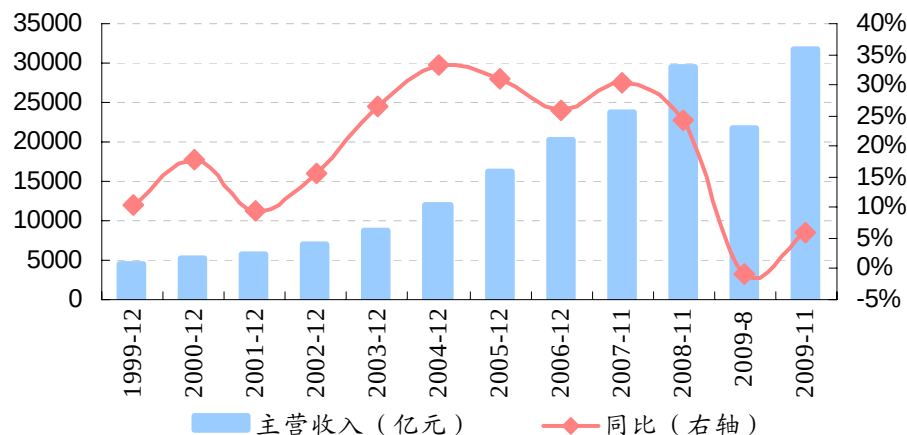
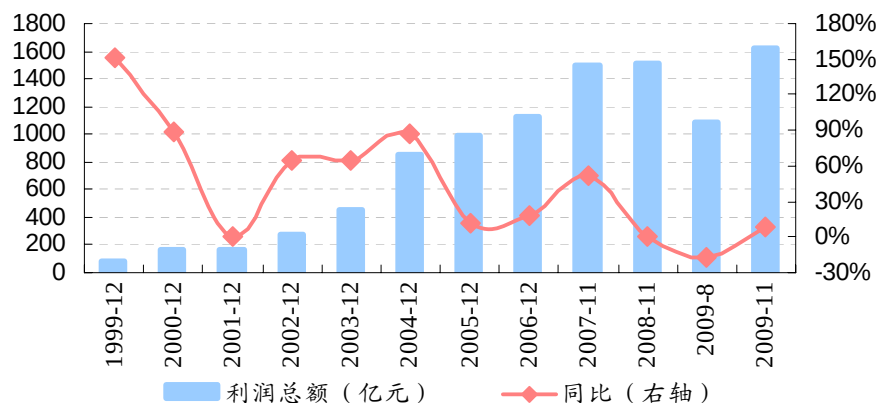


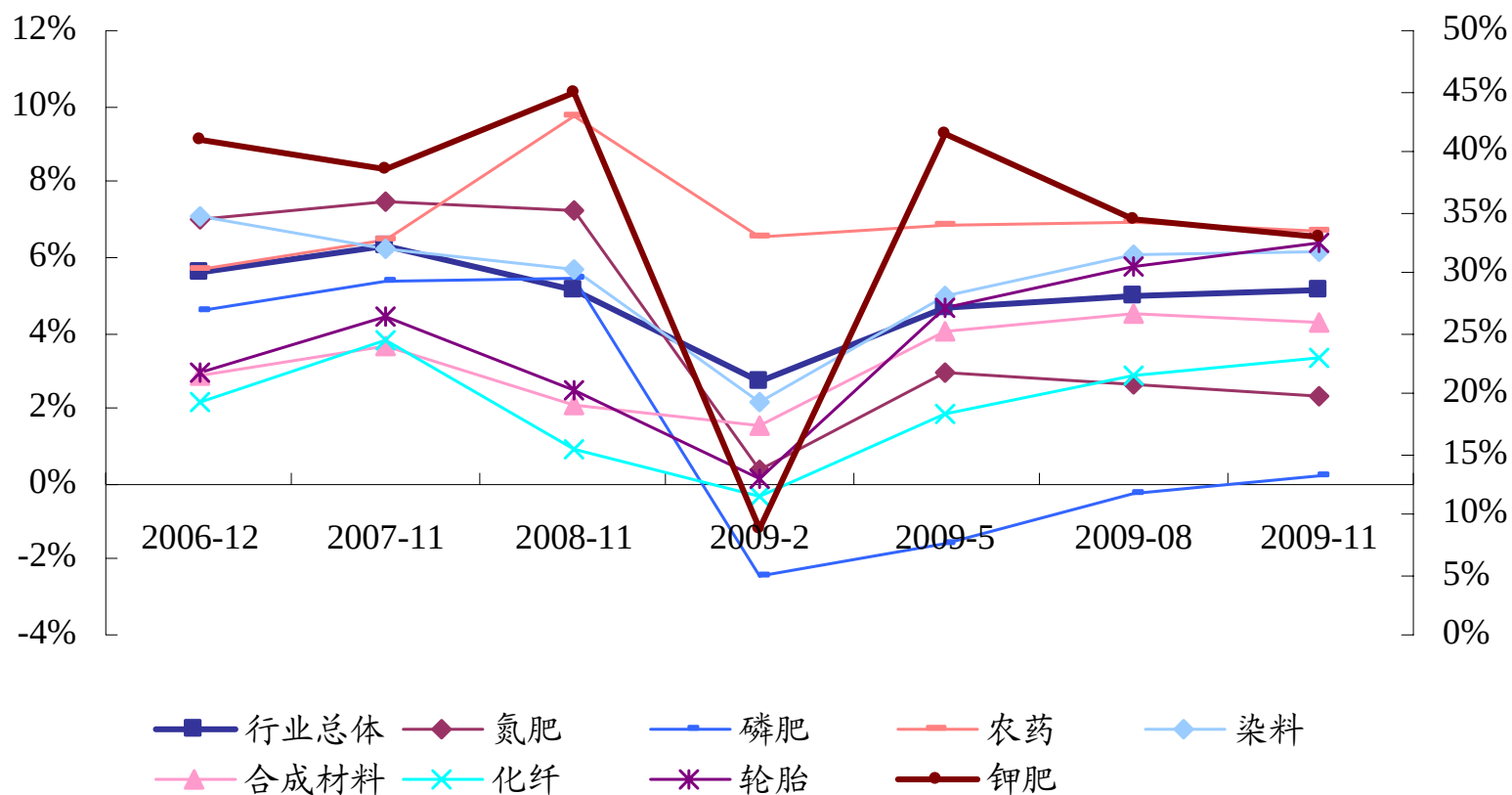
图2 化学原料及制品业历年利润总额及增长率



- 09年1-11月，化学原料及制品业销售收入同比上升5.88%，化工产品的销量和价格均自底部有所回升，环比数据则增幅更为明显，行业复苏趋势逐渐明朗。
- 利润总额增速同比上升9.06%，略高于收入增幅，说明行业复苏主要来源于需求的拉动。

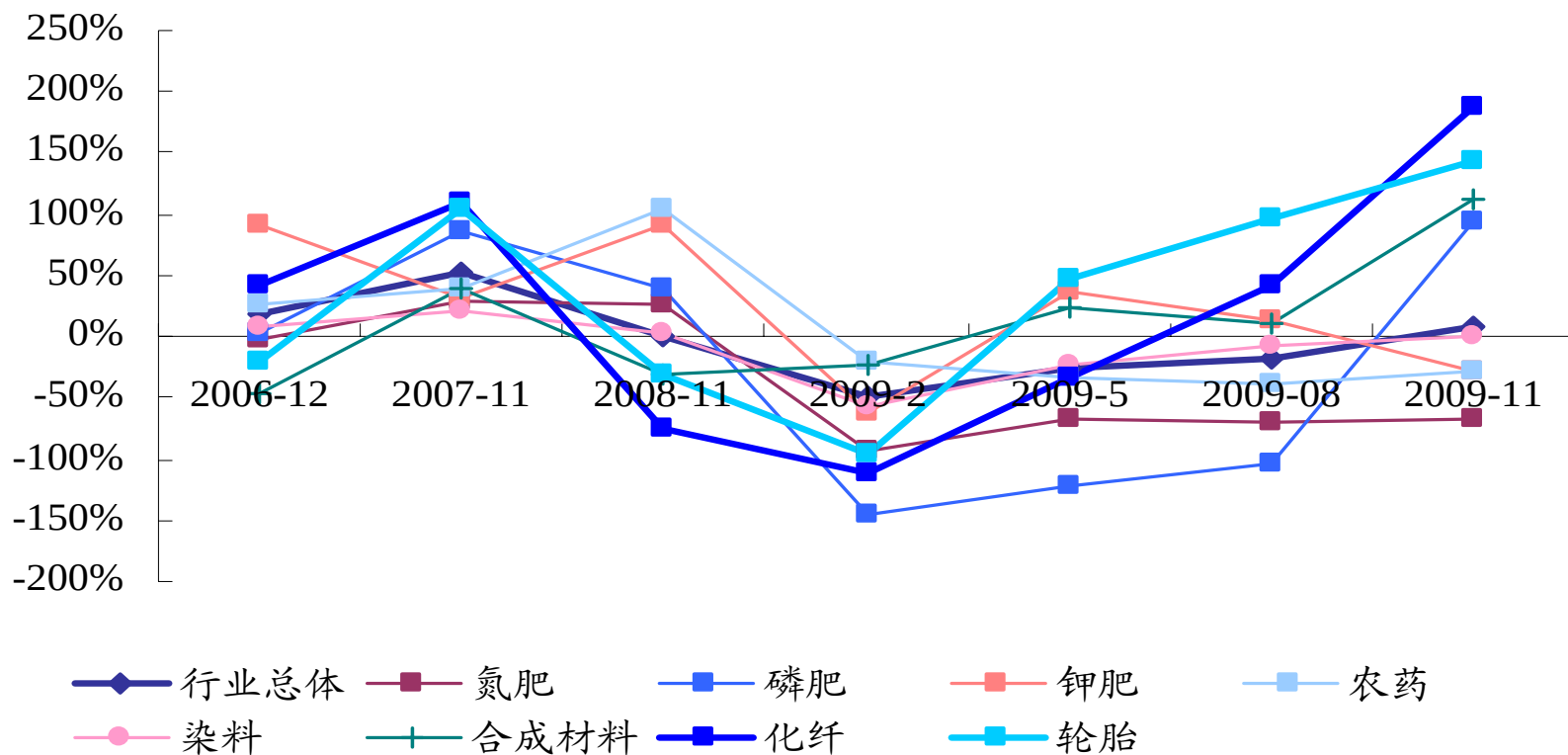
销售利润率低位回升后整固

图3 化工各子行业销售利润率



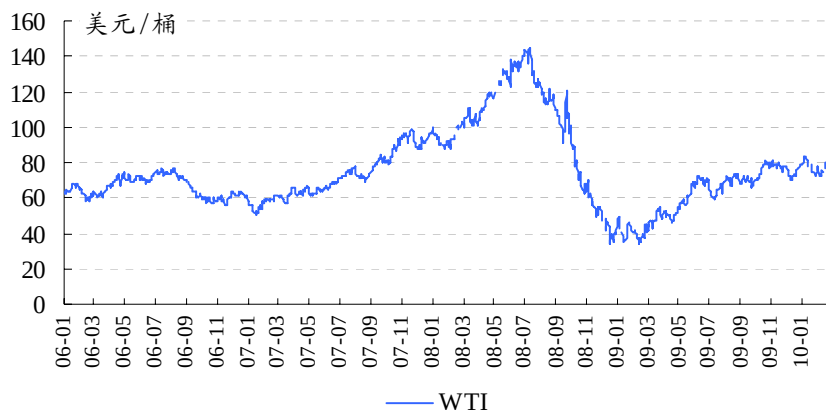
利润总额逐步回暖，轮胎、化纤率先复苏

图4 化工各子行业利润总额同比增速



主要原料价格走势

图5 国际油价走势



■ 09年初以来，国际原油价格持续反弹；

■ 9月份起，国际天然气价格大幅反弹100%以上，国内酝酿提价；

■ 煤炭价格保持坚挺

图6 国际天然气价格走势

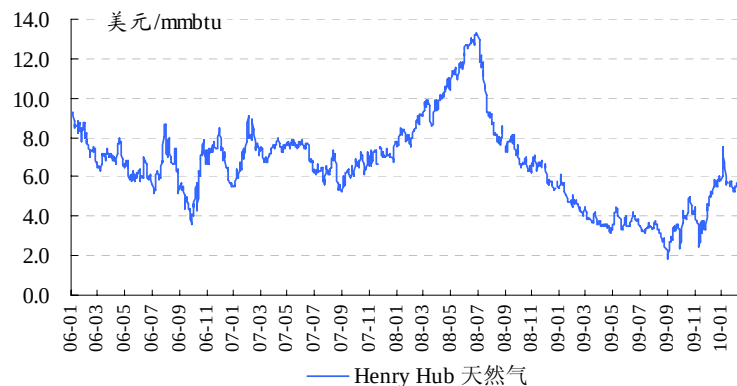
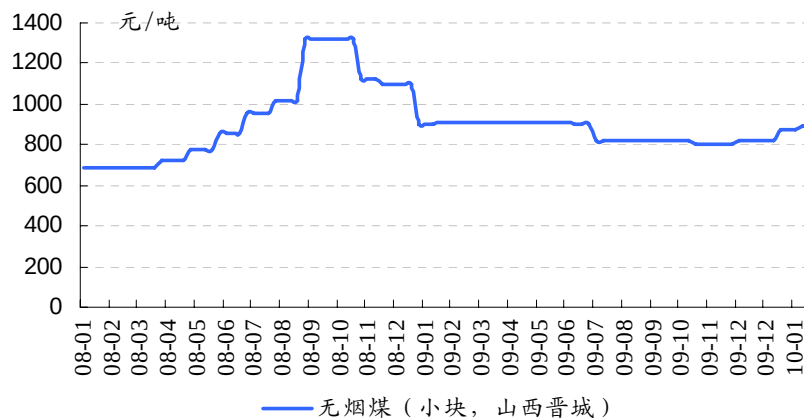


图7 国内无烟煤价格走势



主要产品价格走势 (1)

图6 国际烯烃价格走势

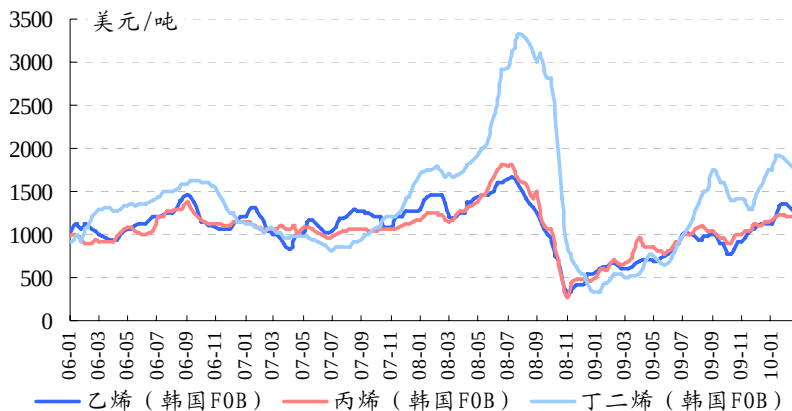


图7 国内芳烃价格走势

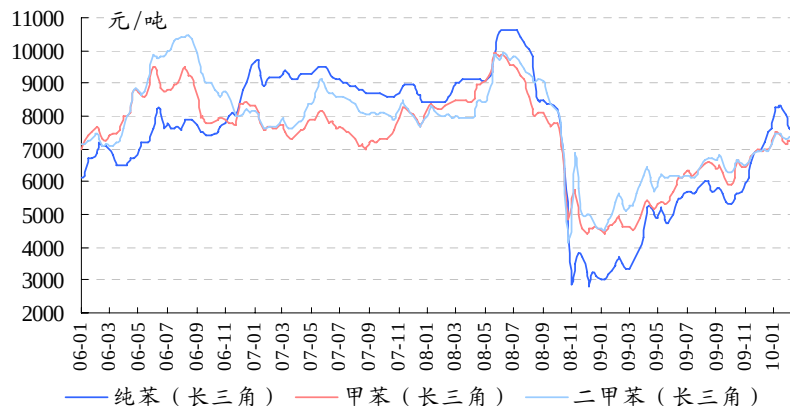


图8 国内甲醇、醋酸价格走势

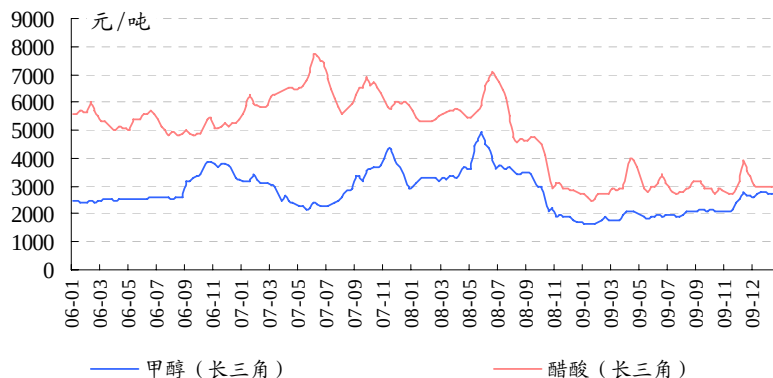
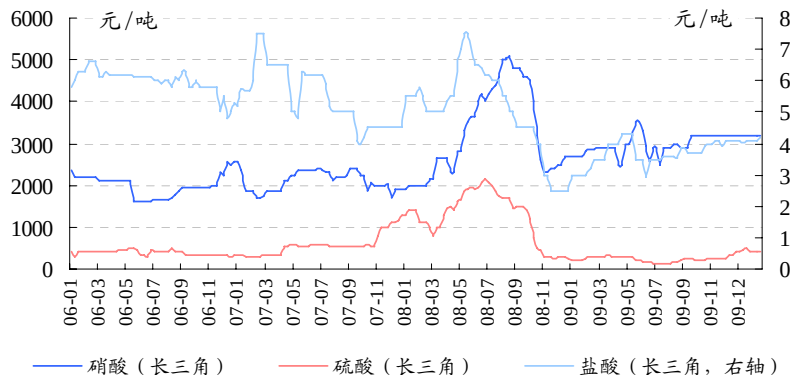


图9 国内三酸价格走势



主要产品价格走势（2）

图10 国内化肥价格走势

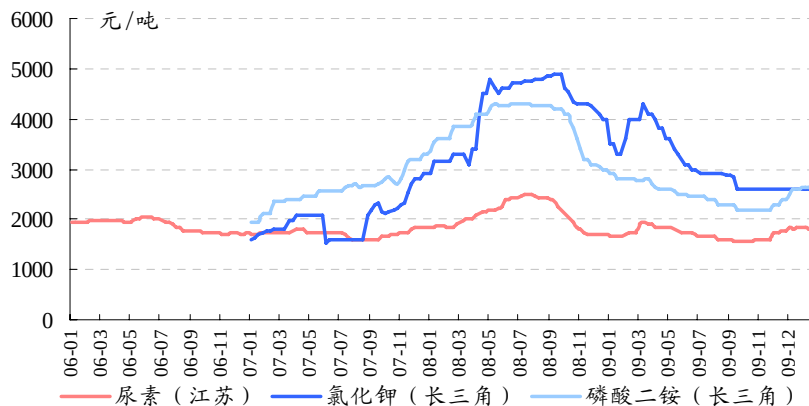


图11 国内PVC价格走势

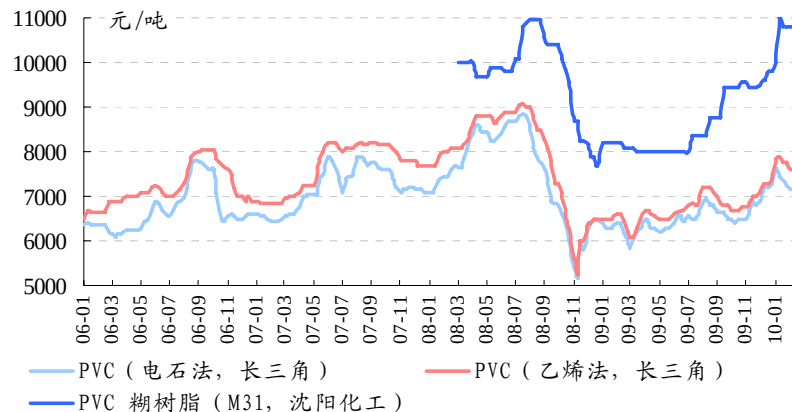
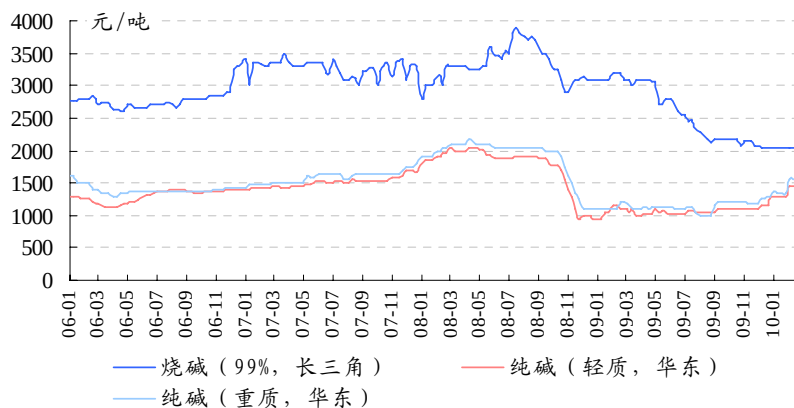


图12 国内两碱价格走势



主要产品价格走势（3）

图13 国内化纤价格走势

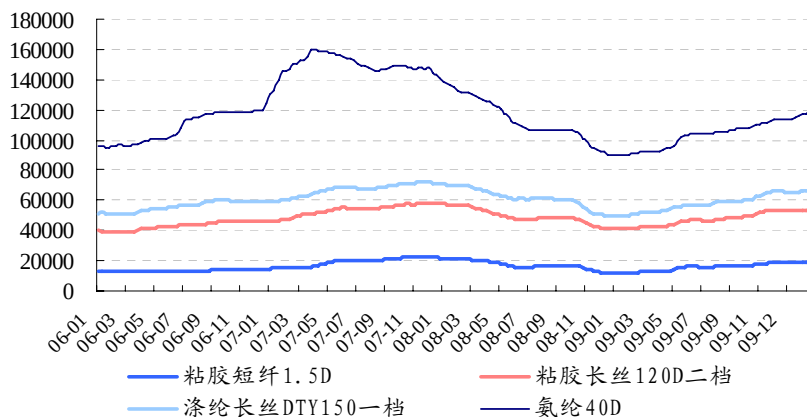


图14 国内橡胶价格走势

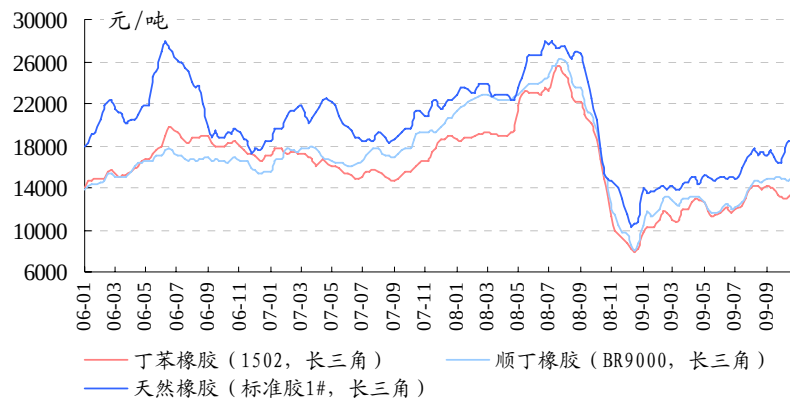
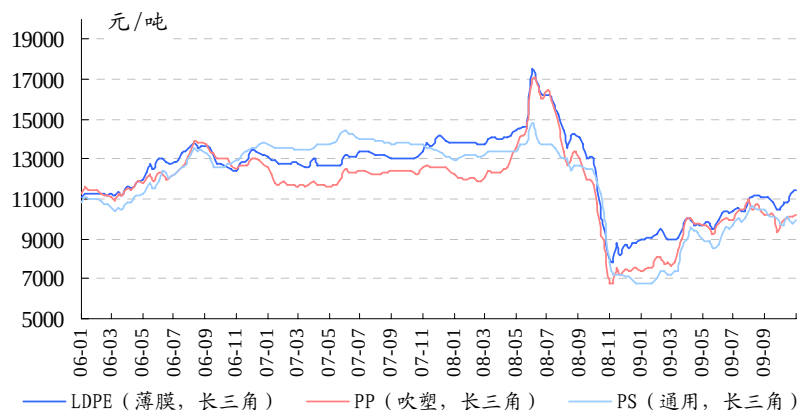


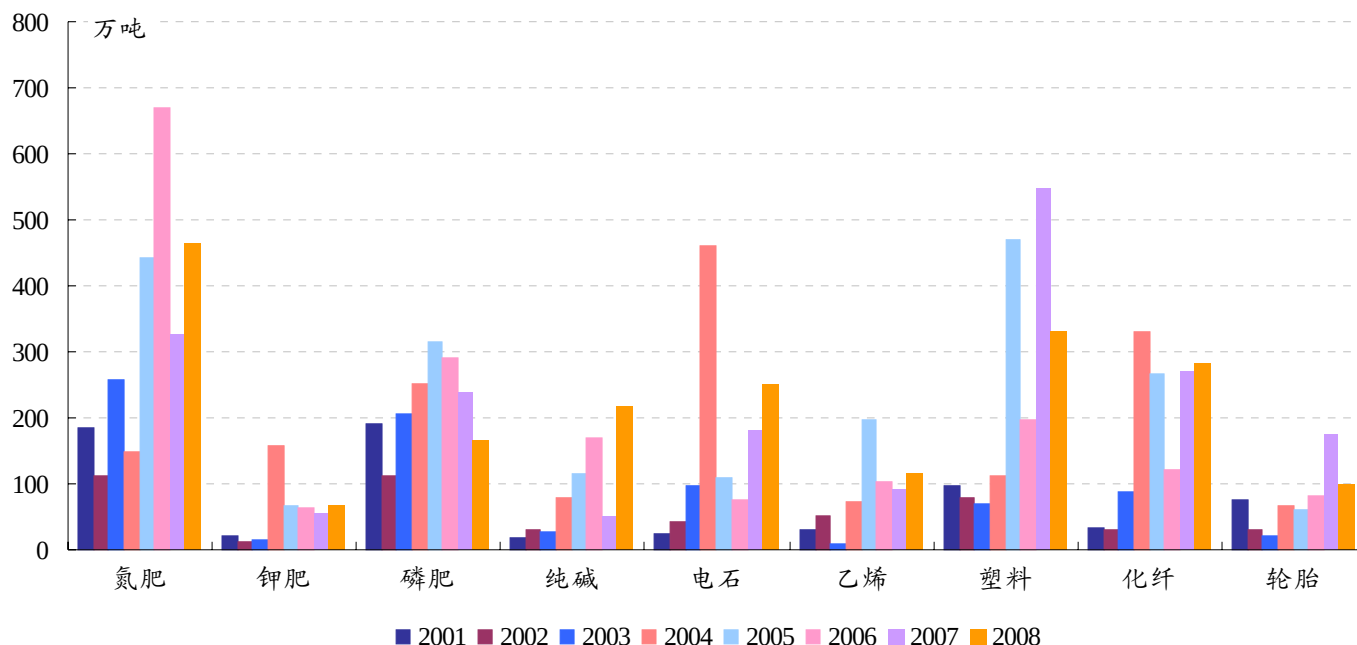
图15 国内聚合物价格走势



- 化纤复苏较早，化肥仍处低迷；
- 产品价格反弹幅度分化，取决于下游需求和行业竞争结构。平均而言尚未反弹到历史中值

各子行业新增产能众多

图18 大宗基础化工产品历年新增产能

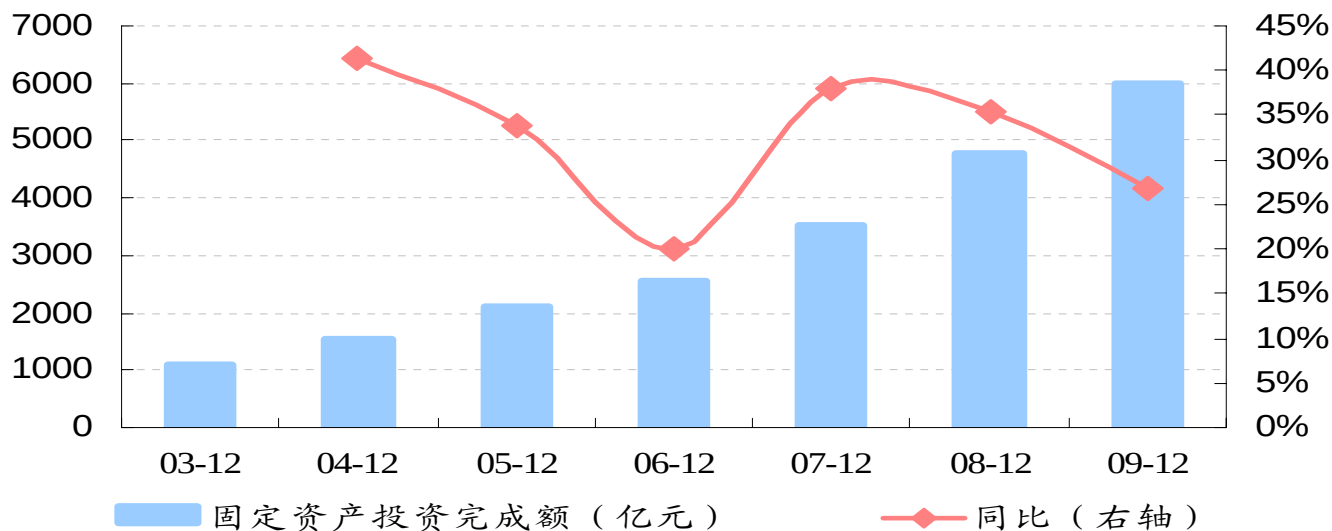


备注：轮胎产能单位为百万条

- 近年氮肥、纯碱、电石、塑料、化纤等大宗产品新增产能数量较大
- 08以来，钾肥、磷肥、轮胎等子行业产能扩张相对有序

本轮景气回升将较为曲折

图19 基础化工行业历年固定资产投资及增速



- 化工产品下游需求遍布国民经济各个行业，与经济增长联系紧密，且波动性更强；
- 固定资产投资带来的新增产能直接影响下轮景气的路线和高度，08年以来行业投资力度有所减弱，但增速仍处较高水平；
- 伴随经济整体向好，化工行业将继续回暖，但是由于未来1-2年新增产能仍然较多，因此回暖的过程将较为曲折。

政策面：产业调整和振兴规划利于长期发展

具体内容

•缓解产能过剩

- 扩大油品和化肥储备，减轻企业库存压力
- 今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目
- 严格控制甲醇、烧碱、纯碱等产能过剩行业项目建设和炼油乙烯项目新布点。

•提升产品结构

- 高效低毒低残留农药比重显著提高，淘汰一批高毒高风险农药品种

•节能降耗，淘汰落后产能

- 石化产业单位工业增加值能耗下降**12%**以上
- 大型煤制合成氨综合单耗低于**1.8吨**标准煤，适当建设大型氮肥生产装置替代技术落后、污染严重、资源利用不合理的产能
- 加快淘汰电石、甲醇等产品的落后产能

•降低进口依赖度

- 规划青海、新疆钾肥基地

带来的影响

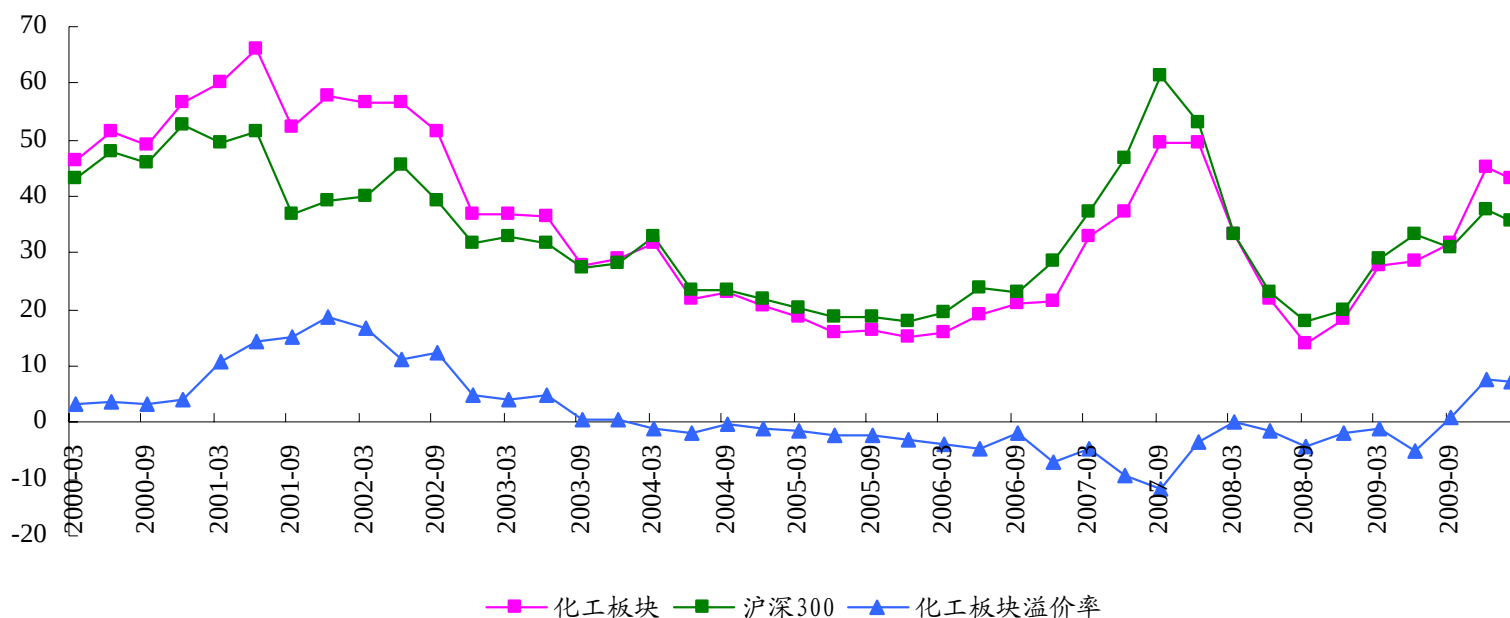
- 部分子行业产能过剩得到缓解，市场价格波动减小
- 产品结构得到优化，长期看企业生产效益得以提高
- 行业集中度提升，优势企业市场占有率和竞争力进一步提升
- 保证部份对外依存度较高产品的国内供应，维持价格稳定

目录

- 基础化工行业运行回顾与展望
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业2010年投资策略

估值：PE及溢价率

图20 化工行业重点公司历年PE及其溢价率

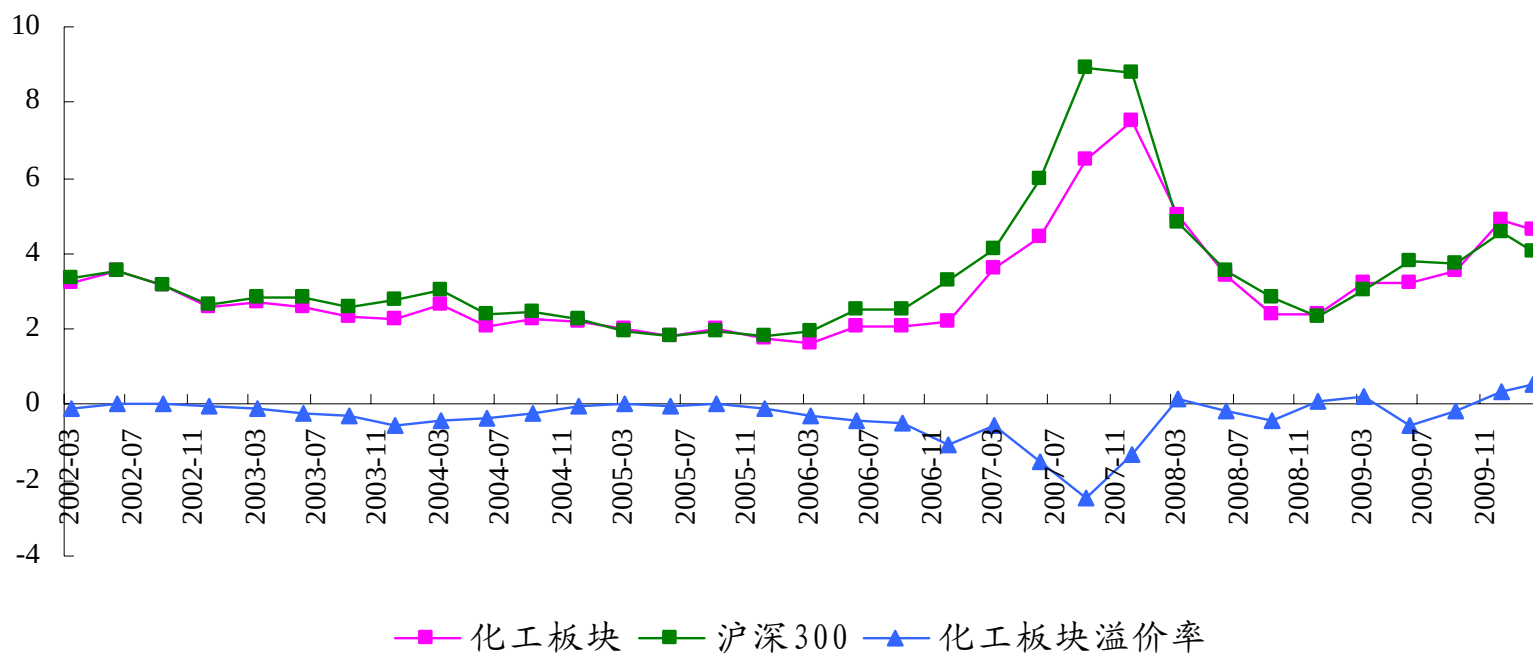


■ 化工重点公司PE 处于历史中间水平，估值溢价率处于中间略高水平。整体估值相对于大盘没有低估

■ 化工行业一致预测：基于10年EPS的PE中位数为23倍，沪深300相应数值为21倍

估值：PB及溢价率

图21 化工行业重点公司历年PB及其溢价率



■ 化工重点公司PB 及其溢价率处于历史中等偏高水平

目录

- 基础化工行业运行回顾与展望
- 基础化工行业估值水平分析
- 基础化工行业**2010**年投资策略

基础化工行业基本判断

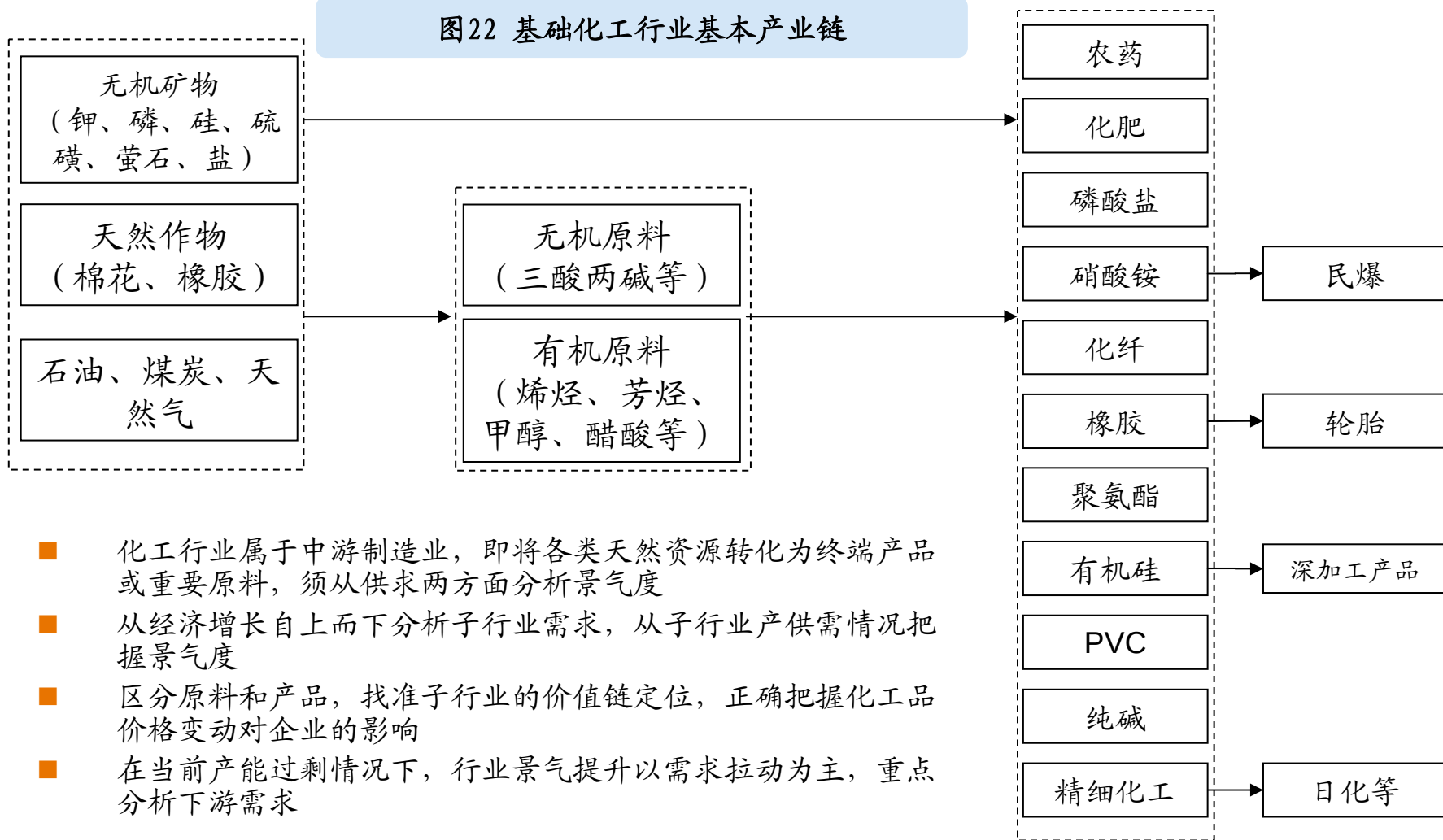
- 行业在经历了08年8月起的急速衰退、09年起的反弹之后，目前整体处于复苏进程中；
- 产能过剩之下，行业复苏之路将较为曲折；同时我们预期宏观经济的复苏将呈波动式前行，因此化工行业盈利的波动性将低于07 - 09年；
- 化工行业PE、PB和溢价率处于历史中等略高水平；
- 由于下游需求回暖空间和行业竞争结构的差异，化工不同子行业的盈利前景存在差别，因此自上而下的投资仍有价值；
- 但是基于化工行业盈利的波动性降低的预期，以及整体估值处于中高水平，我们认为在2010年，立足产业长期提升方向的精细化投资应是战略方向。

基础化工行业2010年投资策略

- 行业景气的视角：自上而下
- 结合产业提升方向，精细化投资：自下而上

化工行业产业链分析（1）

图22 基础化工行业基本产业链

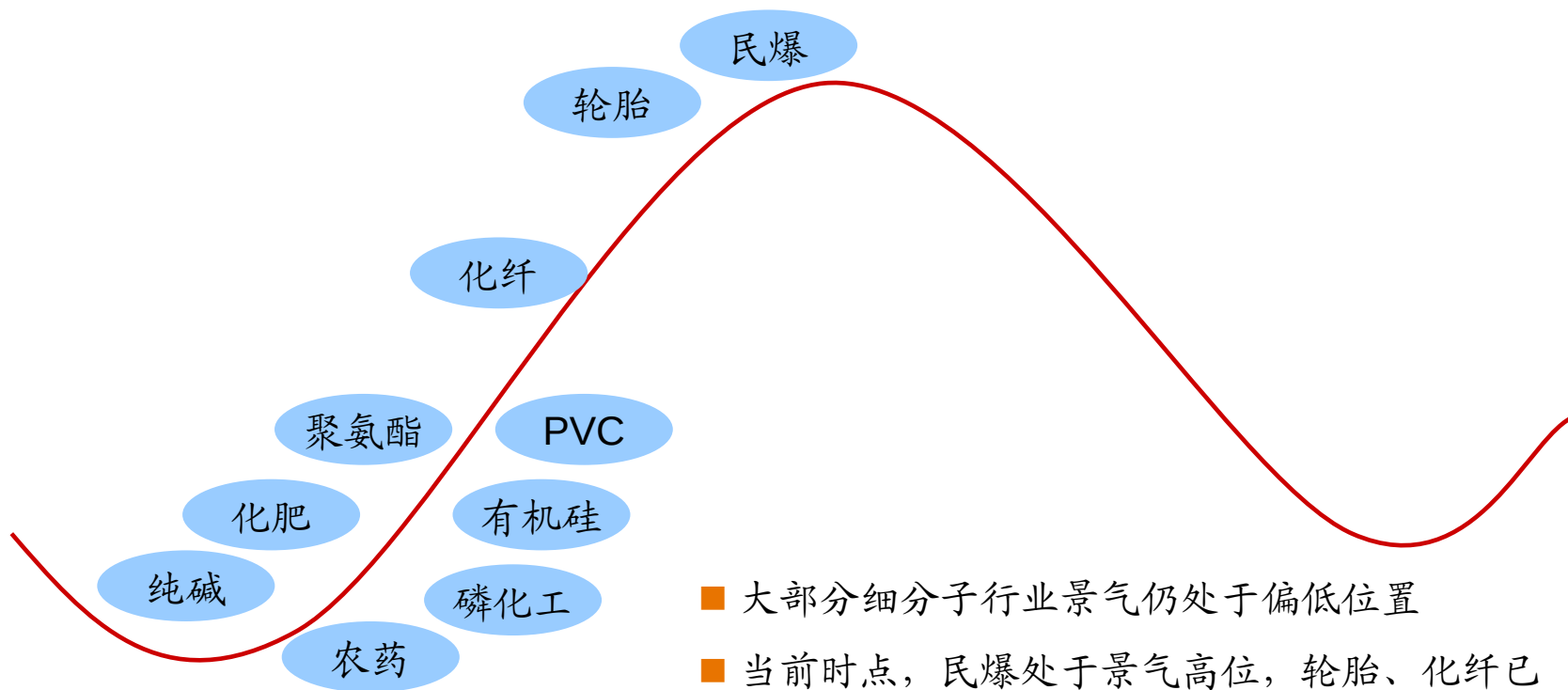


- 化工行业属于中游制造业，即将各类天然资源转化为终端产品或重要原料，须从供求两方面分析景气度
- 从经济增长自上而下分析子行业需求，从子行业产供需情况把握景气度
- 区分原料和产品，找准子行业的价值链定位，正确把握化工品价格变动对企业的影响
- 在当前产能过剩情况下，行业景气提升以需求拉动为主，重点分析下游需求

化工行业产业链分析（2）

	价格变化影响	主要下游	国民经济部类
民爆	原料	基建、采掘	投资
轮胎	原料	汽车	消费、出口
化纤	产品	纺织、汽车	消费、出口
聚氨酯	产品	汽车、家电、纺织、制鞋、家具、房地产	消费、出口、投资
有机硅	产品	电子电器、房地产、汽车	消费、出口、投资
PVC	产品	房地产、汽车	消费、投资
纯碱	产品	房地产	消费、投资
化肥	产品	农业	消费
农药	产品	农业	消费
磷化工	产品	日化、食品	消费

当前化工各子行业景气度



■ 大部分细分子行业景气仍处于偏低位置

■ 当前时点，民爆处于景气高位，轮胎、化纤已经率先复苏；

■ 综合分析下游复苏情况和行业竞争结构，我们认为聚氨酯、农药、电子化学品和中高端纺织化学品最具投资吸引力。

重点关注子行业

相关上市公司

聚氨酯

MDI需求回暖，行业壁垒依旧强大。

烟台万华、红宝丽

农药

产品差异化、行业走向集中为优势企业
提供广阔空间

诺普信、华邦制药、
联化科技、扬农化工

电子化学品

电子行业进入景气牛市，带动电子化学
品需求旺盛（液晶、硅橡胶、环氧
树脂、碳粉、电解液。。。）

永太科技、新安股
份、新宙邦、回天胶
业、鼎龙股份

中高端纺织
化学品

消费升级带动高档染料、纺织助剂、
氨纶需求长期稳定增长

德美化工、浙江龙
盛、烟台氨纶

基础化工行业2010年投资策略

□ 行业景气的视角：自上而下

■ 结合产业提升方向的精细化投资：自下而上

——在全球经济格局变迁、能源和环境面临巨大挑战、中国经济增长模式变革的背景下，化工行业面临着前所未有的产业提升机会

产业提升机会下的精细化投资

全球产业转移

联化科技：定制生产
永太科技：精细化工中间体

新技术、新模式

诺普信：产研销一体化，营销模式创新
华邦制药：农药创制和仿制
东华科技：**FMTP**（甲醇制丙烯）

新材料、新能源

烟台万华：**MDI、PC**
红宝丽：异丙醇胺
德美化工：纺织助剂创新

重组改变基本面

辽通化工：资产注入，原油精炼

总结

□ 基础化工行业2010年处于复苏期，但行业盈利的波动性将低于07-09年。

基础化工行业整体处于复苏进程中，但产能过剩之下，行业复苏之路将较为曲折；同时我们预期宏观经济的复苏将呈波动式前行，因此化工行业盈利的波动性将低于前两年。

□ 立足产业长期提升方向的精细化投资是战略方向。

2010年化工行业自上而下的投资仍有价值。但是基于化工行业盈利的波动性降低的预期，以及整体估值处于中高水平，立足产业长期提升方向的精细化投资应是更重要的战略方向。

□ 投资策略上，我们从两个视角结合选择投资对象：

□ 结合行业景气，自上而下的角度：重点看好聚氨酯、农药、电子化学品和中高端纺织化学品；

□ 结合产业提升方向，自下而上的精细化投资角度：全球产业转移、新技术新模式、新材料新能源引领未来的投资方向；

□ 建议投资组合：

“3”（烟台万华、新安股份、浙江龙盛）+“8”（诺普信、德美化工、东华科技、联化科技、华邦制药、永太科技、红宝丽、扬农化工）

谢谢！

兴业证券研发中心 郑方铤

zhengfb@xyzq.com.cn
(021) 38565947