

2010 年 3 月 22 日

看好（维持）

化工

太平洋证券研究院
联系人：姚鑫
yaox@tpyzq.com.cn
(8610) 8832 1661

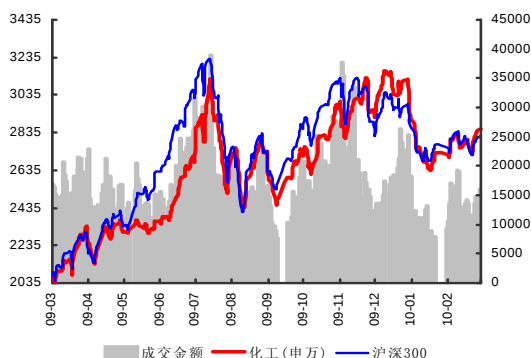
二季度投资策略

拨开迷雾，探寻机会

主要细分行业评级

化肥	中性（维持）
农药	看好（维持）
民爆	看好（维持）
轮胎	中性（维持）
精细与专用化学品	看好（维持）
无机品	中性（维持）
纯碱	中性（维持）
氯碱	中性（维持）

市场表现



相关报告

《化工行业 10 年策略：“潜伏”2009，“暖春”2010》
——2009.12.07

《化工行业 09 年中策略：
行业经历“山重水复”，静待需求“柳暗花明”》
——2009.06.25

《化肥行业 09 年策略：景气下滑，用肥旺季有望
阶段反弹》
——2008.12.15

投资要点

- ◆ **春耕行情没有如期出现，或将今年不再出现。**预计上半年氮肥产量在 2500-2600 万吨，与去年同期持平，需求小幅增长，氮肥会供求紧张但不会供不应求，出口无望，价格上涨空间不大；国内磷肥过年前后行业开工率一直保持较高水平，但二铵 6 月前无法出口，复合肥行业开工率只有三成，需求拉动作用不强，加上硫磺价格上涨带来的成本压力，二季度磷肥行业上演“春耕”行情的确有难度。
- ◆ **化纤价格上涨迅速，氨纶行情远未终结。**年初至今化纤价格上涨幅度较大。比较来看，短短不到三个月涨幅已经超过 10% 的有氨纶、腈纶短纤、腈纶毛条、锦纶切片。从价差来看，氨纶有扩大趋势，涤纶和锦纶维持，粘胶盈利空间受原料挤压严重。氨纶景气的继续一方面有供求因素之外，原料成本走势也值得关注。我们认为虽然国内 PTMEG 的产能过剩没有市场上预估的那么严重，但是由于进口价格和国内价格相当甚至更低，会平抑 PTMEG 价格上涨的动力，这有利于维持氨纶行业景气。
- ◆ **关键词：干旱。延伸一，磷化工。**水电紧缺导致磷化工开工不足，目前黄磷供给主要靠库存，如果后期开工率得不到解决的话势必会导致黄磷价格的上调，拥有火电发电或者水电受干旱影响小的公司将受益，相应上市公司兴发集团、澄星股份；**延伸二，农药。**大旱之年往往是病虫害的高发年。目前干旱实际是对农药需求有抑制作用，在旱灾结束后，随着农作物的补种、抢种，对农药的需求会显著回升，市场将会回到常年的行情，前期抑制的农药需求会暴发出来，即形成购销旺季，杀虫剂、除草剂、杀菌剂的销量都会迎来高峰。相对应以国内市场为主的农药公司构成利好。
- ◆ **推荐公司：**建议买入烟台氨纶、浙江龙盛、烟台万华、彩虹精化；增持诺普信、华峰氨纶、辽通化工、中泰化学，澄星股份、兴发集团、黑猫股份、华鲁恒升。

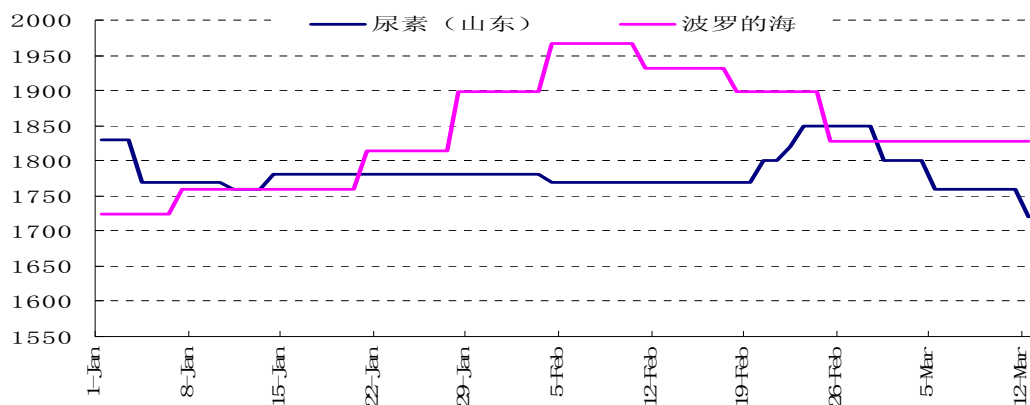
“春耕行情”没有如期出现，或将今年不会出现**二季度氮肥价格上涨空间并不大**

化工下游的淡旺季及农化行业存在的季节性使得化工行业投资具有一定的季节性特征。春耕带来化肥、农药需求的旺盛，理应使得其价格上涨进而推出农化板块在一季度有较好的表现，这也是行内09年底看好化工一季度行情的一个支撑因素，现在来看其板块涨跌幅，年初至今，上证指数涨0.6%，深证涨1.13%，氮肥下跌2.27%，磷肥上涨1.49%，钾肥下跌7.42%，农药上涨1.69%。可以看出化肥和农药板块并没有提前反应出春耕行情，走势也不强劲。

正常情况下，目前两广地区农业用肥应该已经逐步进入旺季，但受于干旱因素影响，市场走货比较缓慢；西南地区旱情仍未缓解，小春用肥已经延误；西北大部分地区大雪融化以后春小麦无法播种，氮肥市场处于停滞。可以看出，西南地区持续干旱和北方地区持续低温，使得全国化肥市场的启动不如往年。

我们重点看一下在化肥产量中占到70%以上的氮肥。2010年一季度煤、电、运输困难很大，煤头企业受电力影响生产负荷将降低10%-30%；虽然西南几套气头大化肥企业有新增产能投产，但也只能弥补因天然气不足带来的减产，上半年中石油系统约有150万吨的尿素减量。因此，今年上半年合成氨产量不会有明显增长，基本与去年持平，约为2545万吨（用国家统计局发布的合成氨数量进行折算），也就是说今年上半年氮肥的产量应该在2500-2600万吨左右。需求方面有几个因素要考虑，第一，春节前备肥高峰期尿素价格已经涨至1800元/吨，使得许多经销商节前已经备下60%-70%的货，节后需求量小，目前经销商淡储充足；第二，2-6月执行旺季关税110%，使得国内尿素无法通过国际市场消化。而且纵观氮肥需求近几年的情况，年均复合增长率5%左右，因此二季度氮肥乐观看即使会出现供求偏紧，但不至于供不应求，当然价格上涨的空间也不大。

图 1：二季度尿素价格震荡或向下，进一步上涨压力较大



资料来源：太平洋证券，BLOOMBERG

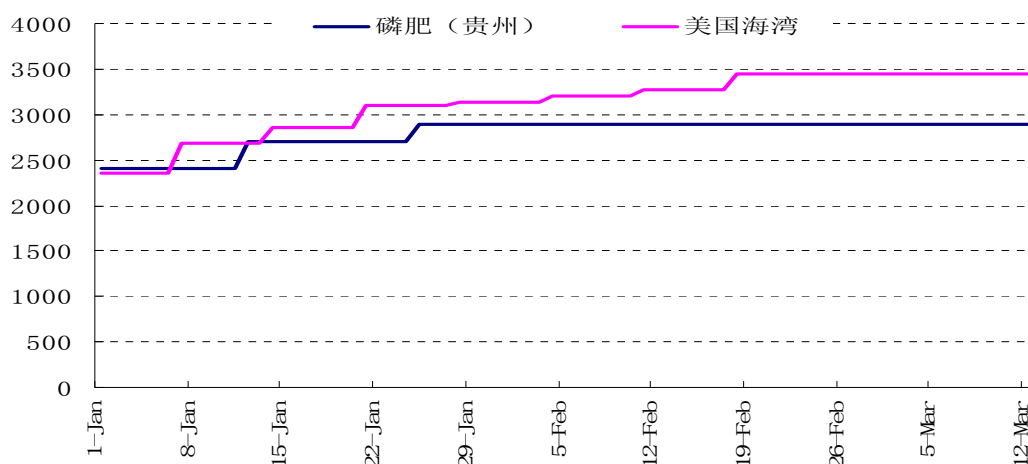
硫磺价格涨势强劲，二季度磷肥受原料上涨和无法出口困扰

磷肥而言，硫磺价格上涨不容忽视。最初在09年11月份，美国国内两大买家Mosaic（美盛）和PotashCorp（加钾）与供应商就2009年第四季度硫磺合同交易价格达成一致，在第三季度10美元/长吨的基础上上调20美元/长吨，达到30美元/长吨的水平，开启了硫磺价格迅速上涨的大幕。价格的上涨主要基于一、美国石油炼厂停检时间延长使得硫磺产量下降；二、美国二铵生产逐渐恢复正常。09年9月份美国二铵产量82万吨，环比增加17%，同比增加23%。二铵/一铵总产量同比增长15%。随着磷酸产量的提高，美国工业生产对硫磺的需求量增大，相应的供出口数量也变得有限，这样出口价格随即提高。

世界硫磺主要生产地区除美国外，还有加拿大和中东地区。加拿大地区由于天然气行业低迷影响，硫磺产量较低，并且一部分加拿大供应商表示，除非温哥华港硫磺离岸价格在FOB100美元/吨以上，供应商方面才会以油砂工艺来炼取硫磺。目前加拿大现货市场上基本上无余货供应。目前，美国汽油行业需求低迷使得液态硫主产区美湾炼油厂的低负荷运行及轮番检修，而且炼油厂逐渐青睐于低硫原油的使用也不利于硫磺产量的增长，美国国内硫磺市场货源稀缺状态短期内很难改变；中国，占世界硫磺贸易总量超过三成的采购商，据了解三月初以CFR180美元/吨的价格与Shell公司达成一致，折合温哥华港离岸净价水平FOB150美元/吨左右。可以看出二季度，国际硫磺价格维持150美元以上没有很大分歧，甚至在180美元或者更高。

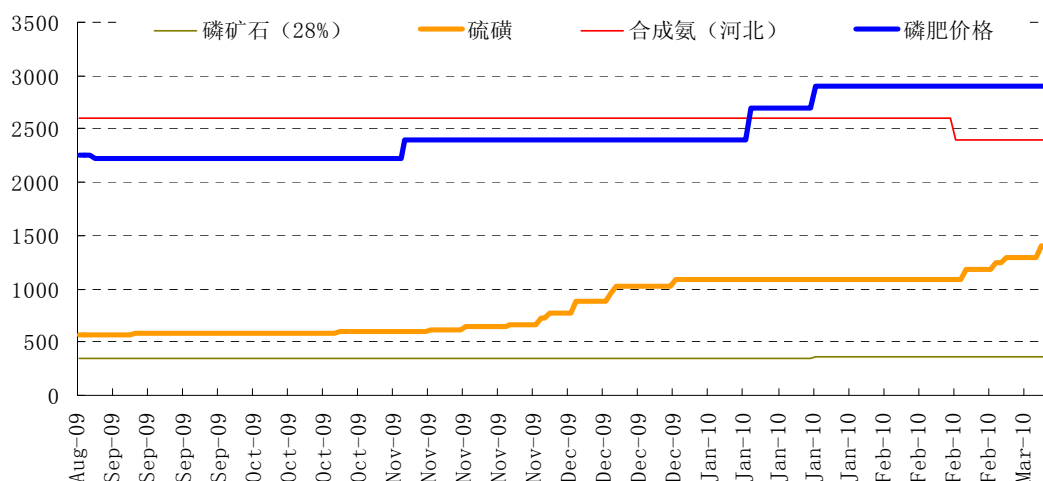
当硫磺价格从100美元/吨上升到180美元/吨时，磷肥生产成本增加223元，按国内磷肥市场报价2850元/吨计算，硫磺成本的上涨影响磷肥毛利7.8个点。二季度来看，国内磷肥过年前后行业开工率一直保持较高水平，但二铵6月前无法出口，复合肥行业开工率只有三成，需求拉动作用不强，加上硫磺价格上涨带来的成本压力，二季度磷肥行业上演“春耕”行情的确有难度。

图 2：关税下磷肥价格无法受国际价格的拉动效应



资料来源：太平洋证券，BLOOMBERG

图 3：磷肥原料中硫磺价格涨幅明显



资料来源：太平洋证券，百川

化纤价格上涨迅速，氨纶行情并未终结

年初至今，化纤价格上涨迅速，涨幅较大

另外针对于备受市场关注的化纤行业，从年初至今，化纤价格的上涨幅度较大。比较来看，短短不到三个月涨幅已经超过10%的有氨纶、腈纶短纤、腈纶毛条、锦纶切片。

表 1: 各种化纤及原料价格涨幅 (较年初)

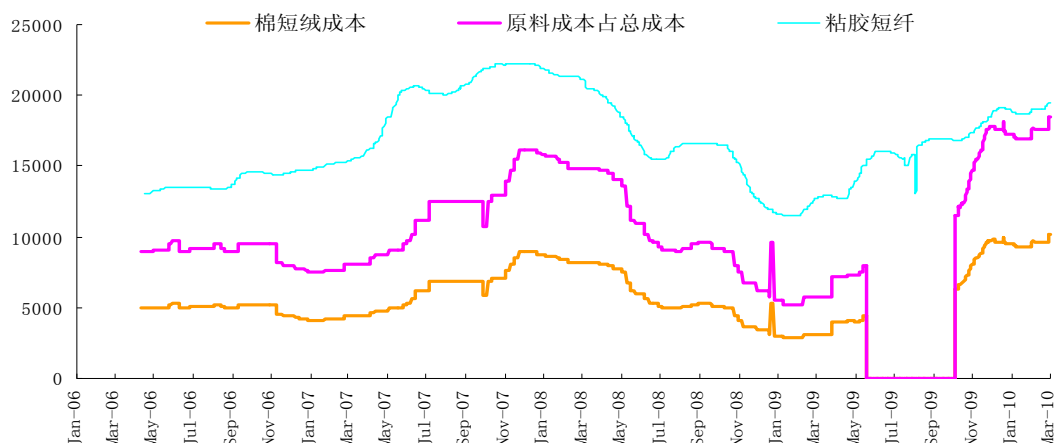
项目名称	原料	涨幅(%, 较年初)	纤维	涨幅(%, 较年初)
粘胶	棉短绒	13.67%	粘胶短纤	6.63%
	棉浆粕		粘胶长丝	1.17%
氨纶	PTMEG	6.19%	氨纶 40D	19.15%
	MDI			
涤纶	PTA	3.85%	涤纶短丝	8.33%
	EG	2.00%	涤纶 POY	5.37%
	PET 切片	7.03%	涤纶 FDY	7.31%
腈纶	AN	28.85%	腈纶短纤	10.29%
			腈纶毛条	14.29%
锦纶	CPL	11.29%	锦纶切片	11.11%
			锦纶 POY	10.67%
			锦纶 DTY	9.52%
			锦纶 FDY	5.58%

资料来源: 太平洋证券, 百川

面对化纤价格上涨的背后, 哪些行业的盈利情况的确出现好转?

第一、粘胶行业利润空间受原材料挤压严重。由于国内棉花现货价格继续刷新, 国内棉短绒市场也保持强势, 供求明显紧张, 价格不断上调。现在短绒主流价格已经到达7900-8000元/吨, 由于短绒价格拉涨, 棉浆粕市场货源也较为紧张, 目前价格在13500元/吨。预计二季度粘胶企业迫于成本压力存在提价预期, 由于价格上涨动力来自于成本推动, 并且粘胶价格涨幅低于原料价格涨幅, 因此粘胶生产在成本化解上存在压力。

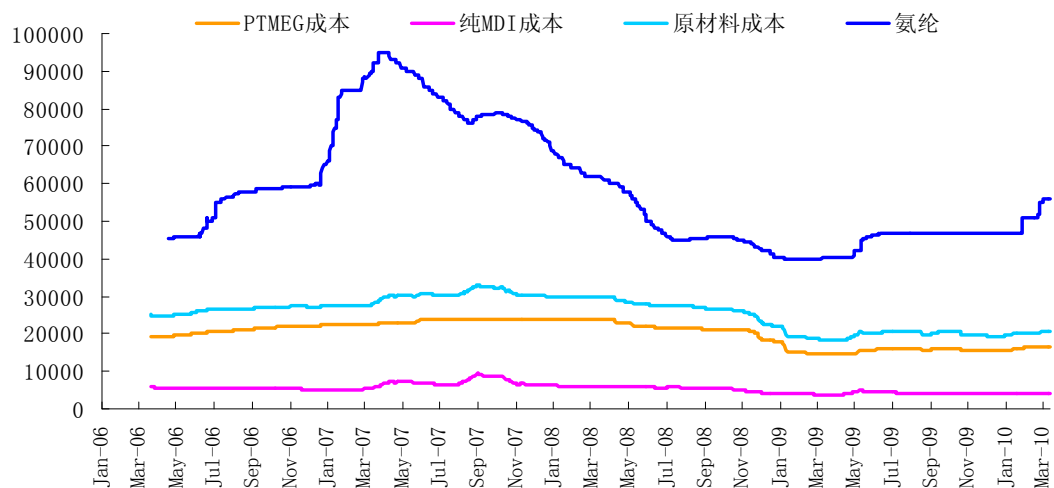
图 4: 粘胶涨幅低于原料涨幅, 盈利空间受到挤压



资料来源：太平洋证券，百川

第二、氨纶行业利润空间扩大。2010年以来，氨纶价格由48000元/吨涨到58000元/吨，涨幅19.5%，是所有化纤产品中价格上涨最为迅速的。成本之一的MDI，氨纶用量少，MDI上涨1000块钱对氨纶成本影响不到200元，对毛利的的影响不到千分之五，因此氨纶使用量较大的另一主要成本PTMEG，其价格走势会直接影响氨纶盈利。

图 5：氨纶盈利空间有所扩大



资料来源：太平洋证券，百川

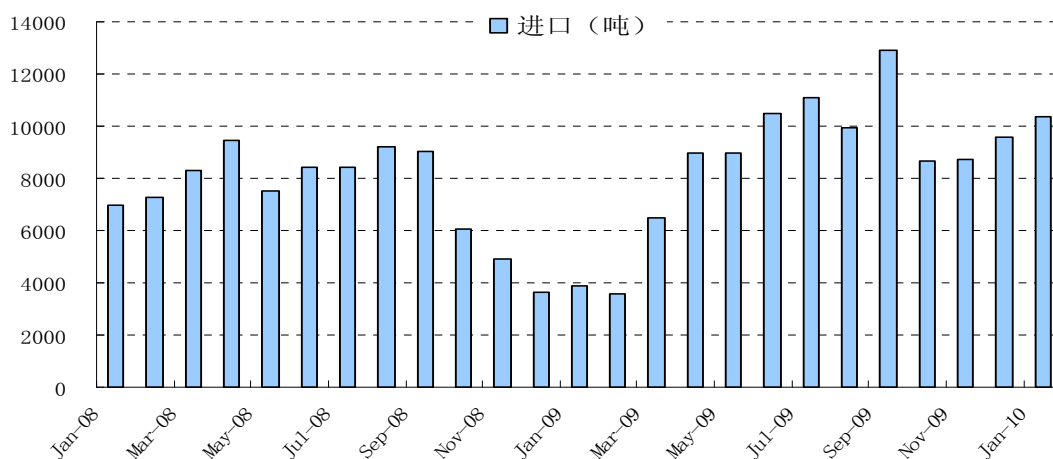
国内PTMEG供应能力并未过剩严重。从历史上PTMEG产量和产能的关系来看，需求情况较好时产量是产能的80%-90%。量和能的差异主要由两个原因，一是年初时会把本年要投产的新增产能直接计入，而产量则是根据企业实际生产量得来，如果企业下半年投产，产量的增长就显得要小；二是，企业本身的负荷率并未达到满产。比如大连仪征的开工率在7-7.5成之间，上海巴

斯夫曾经因为泄露问题原料短缺导致开工负荷下降等因素。历史经验来看产量总是要低于产能一成以上。

2010年目前统计我国PTMEG产能24万吨（不包括山西三维新增3万吨），按照历史较高负荷率90%折算能够供应产量21.6万吨。预计10年我国氨纶产量在25万吨左右，按占到PTMEG92%的需求计算需要PTMEG约21.2万吨，基本上供求平衡。

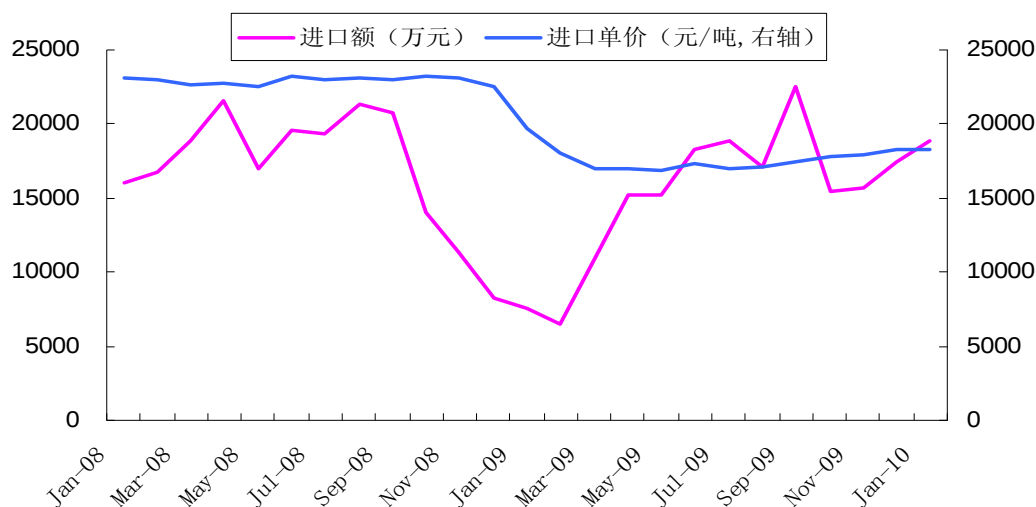
价格未能大幅上涨源于进口价格牵制。09年我国PTMEG进口量103255.11吨，同比增长15.7%，而进口金额同比下滑11.8%，原因主要为进口单价出现了下滑。其实，由于金融危机，09年不管是国际还是国内PTMEG价格相比08年说都是出于较低的水平。只是，通过比较进口价格（美元兑人民币汇率按6.9）和我国华东地区价格发现，进口价格对于国内市场价格是具有一定的牵制力的。如果国内PTMEG出现供求紧张，完全可以通过进口来缓解。

图 6：PTMEG 进口量逐渐增长



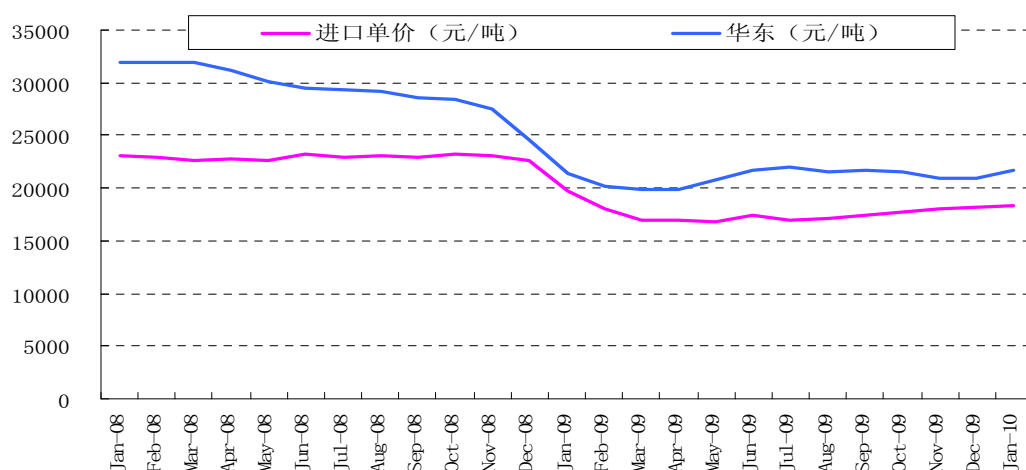
资料来源：太平洋证券，海关

图 7：我国 PTMEG 进口额下滑主要由于单价下滑



资料来源：太平洋证券，海关

图 8：我国 PTMEG 价格较进口价格并无优势

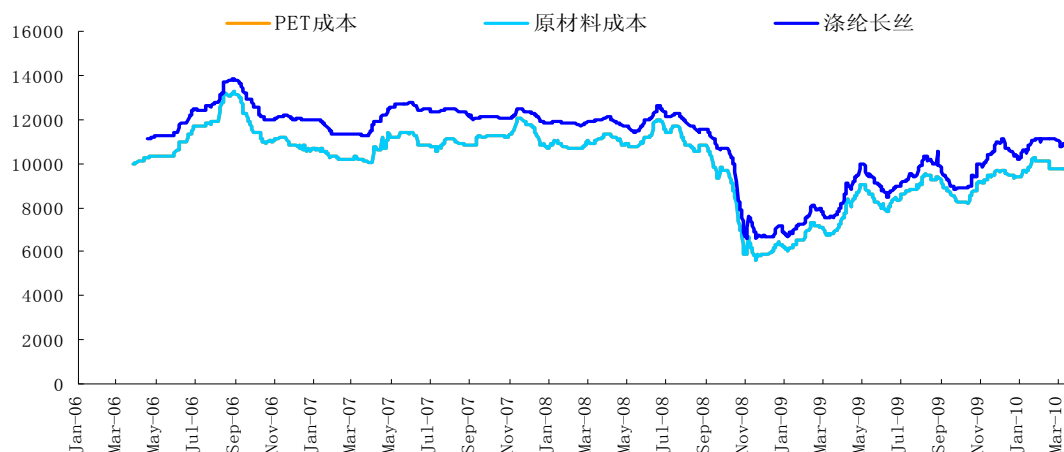


资料来源：太平洋证券，百川

因此，二季度来看，虽然MDI旺季到来价格有上涨预期，但是，成本的主要影响因素PTMEG，依靠进口可以缓解由于需求引起的供求偏紧，并且较低的进口价格对于国内价格也具有压制作用，氨纶行业景气度仍然处于上升通道。

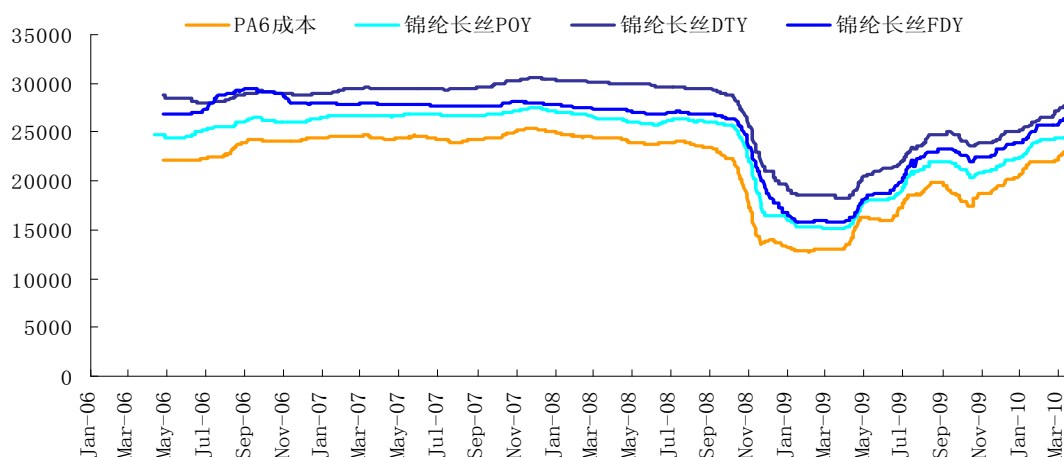
对于涤纶和腈纶行业，原材料和成品价格上涨幅度基本平行，也就是利差没有出现显著的扩大。

图 9：涤纶盈利依然不容乐观



资料来源：太平洋证券，中纤网

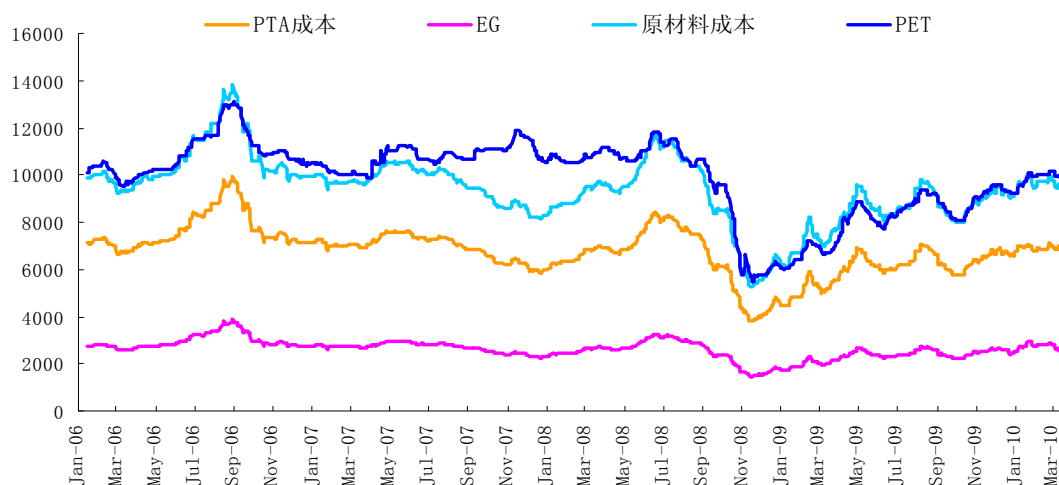
图 10：锦纶盈利空间变化不大



资料来源：太平洋证券，中纤网

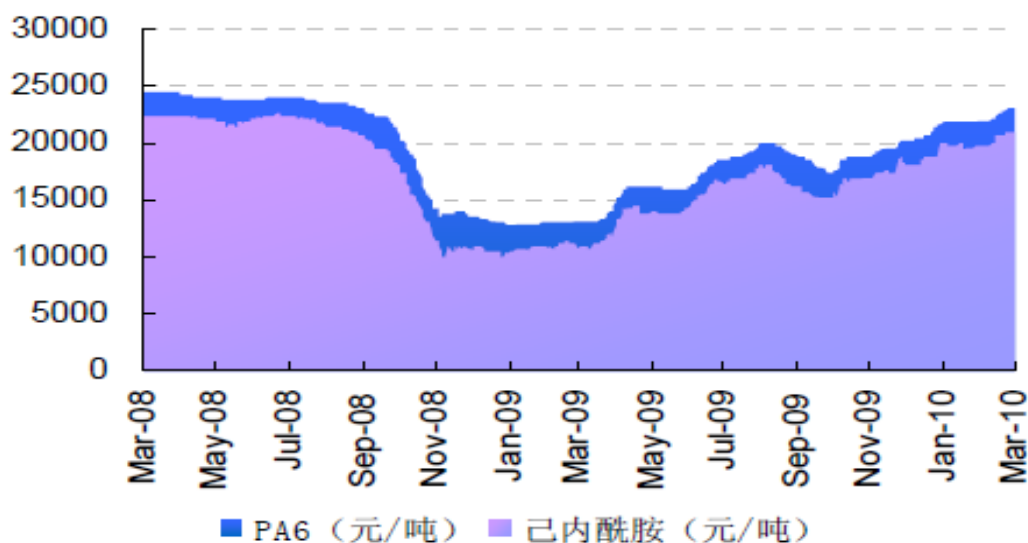
化纤上游盈利有微妙变化。涤纶和锦纶需求的拉动，其原材料利润空间却出现了不同的变化。涤纶的原料PET和锦纶原料PA6也同样受到更上游原料成本的压力，基本上已经不盈利或成本倒挂；对于锦纶66的原料己二酸，一季度其利差迅速扩大，相应收益公司为天利高新、神马实业。

图 11：PET 盈利空间基本被原材料覆盖



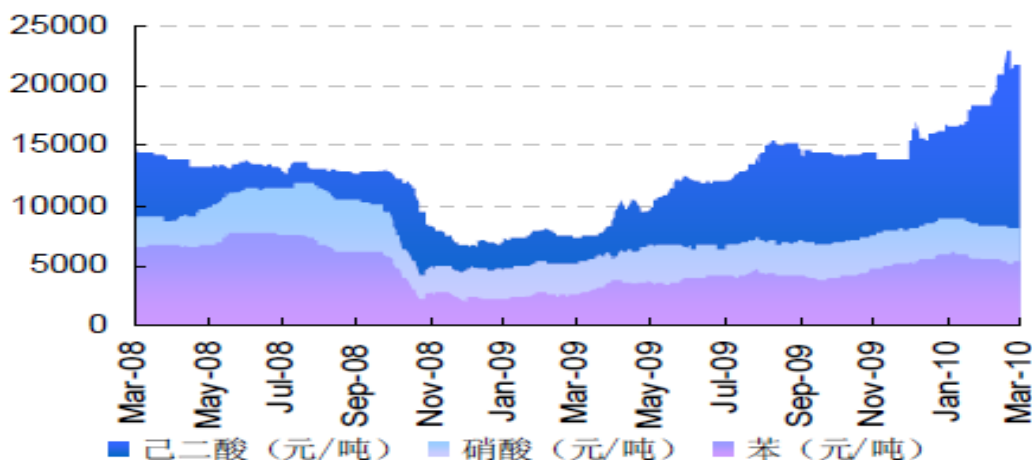
资料来源：太平洋证券，中纤网

图 12: PA6 盈利空间未有明显变化



资料来源：太平洋证券，百川

图 13: 己二酸盈利空间明显扩大



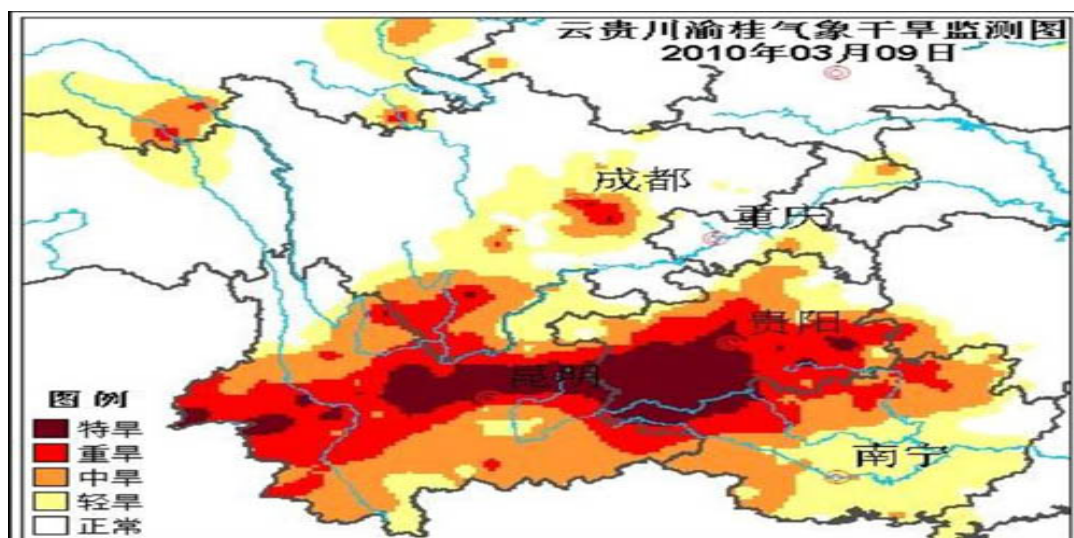
资料来源：太平洋证券，百川

关键词：南方重旱

下一步中国有可能面临南北方同时抗旱不利局面

目前，云南大部、贵州大部、四川南部和广西西北部等地维持气象干旱重旱等级，特别是云南省旱情仍呈持续发展态势。据农业部农情调度，截至3月5日，云南、广西、贵州、四川、重庆5省（区、市）秋冬播作物受旱面积6130.6万亩，其中严重受旱3294.5万亩。下一步中国将面临南北方同时抗旱的不利局面。目前北方地区旱情露头，东北、华北和西北部分地区人饮困难也比较突出，部分农田受旱也比较严重。

图 14：我国西南地区旱情严重



资料来源：太平洋证券，气象局

大旱之年往往是病虫害高发年

从历史上看，大旱之年往往也是病虫害的高发年。依据以往的灾情规律，抗旱灌溉后，田间湿度增加，随着气温回升，小麦条锈病、白粉病、纹枯病等将加重发生；如果旱情持续发展，将利于麦蜘蛛的发生，利于倒春寒冻害和根部土传病害的发生，并且这些病害还可能降低春季化学除草效果，将造成稻飞虱、纹枯病、卷叶螟全面暴发，麦田蚜虫等虫害呈加重发生趋势，油菜的虫害也会加重。因此，在旱灾结束后，随着农作物的补种、抢种，对农药的需求会显著回升。随着旱情的缓解，逐步解除的话，市场将会回到常年的行情，前期抑制的农药需求会暴发出来，即形成购销旺季，杀虫剂、除草剂、杀菌剂的销量都会迎来高峰。

如果国内旱灾后病虫害有所爆发，对农药板块将构成直接利好。国内农药上市公司中，以出口为主的企业相应受到旱季影响较小，比如联化科技、利尔化学、新安股份。而以国内市场为主的农药上市公司则相应会有交易性机会。

表 2：农药上市公司主营产品及国内市场区域

公司名称	所属省份	主营产品名称	市场
红太阳 (000525)	江苏	红太阳10%草甘膦、红太阳15%精吡氟禾草灵、红太阳20%百草枯、红太阳20%敌草快、红太阳20%氯氟吡氧乙酸庚酯、红太阳33%二甲戊灵、红太阳41%草甘膦异丙胺盐、红太阳43%乙草胺·乙氧氟草醚、红太阳48%氟乐灵、红太阳5%咪唑乙烟酸、红太阳吡虫啉、红太阳毒死蜱原药、红太阳高氯苯。	江苏97.38% 广西0.7% 安徽0.45% 陕西0.38% 湖北0.32%

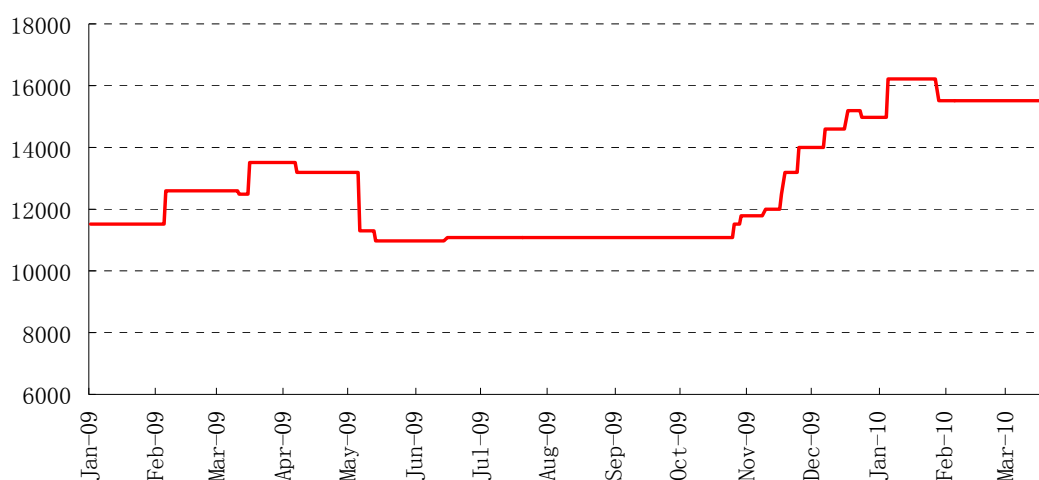
沙隆达A (000553)	湖北	沙隆达A农药原药、沙隆达A烧碱、沙隆达百草枯、沙隆达吡虫啉、沙隆达除草剂、沙隆达次氯酸钠、沙隆达敌敌畏、沙隆达复合肥、沙隆达精胺、沙隆达杀虫剂、沙隆达杀菌剂、沙隆达乙基氯化物、沙隆达植物生长调节剂	国内54.91 国外40.67
华星化工 (002108)	安徽	华星化工2甲4氯钠、华星化工苯噻酰、苄、华星化工吡虫啉、华星化工苄、乙、 华星化工草甘膦 、华星化工毒死蜱、华星化工氟虫腈原药、华星化工氟磺胺草醚、华星化工氟氯氟菊酯、华星化工高效氟吡甲禾、华星化工高效氯氟菊、华星化工精恶唑禾草灵、华星化工精喹禾灵、 华星化工	华东、长江中下游地区
诺普信 (002215)	广东	诺普信除草剂、诺普信杀虫剂、诺普信杀菌剂、诺普信杀螨剂、瑞德丰除草剂、瑞德丰杀虫剂、瑞德丰杀菌剂、瑞德丰杀螨剂	华东28.14% 华南19.24% 华中16.05% 西南13.62% 东北9.05% 华北7.15% 云贵川0%
联化科技 (002250)	浙江	联化2,6-二氟苯腈、联化2,6-二氯苯甲腈、联化2-氨基-5-硝基苯酚、联化2-氟基-4-硝基苯胺、联化2-脱氧-D-核糖、联化3,4-二氯苯甲腈、联化30#橙、联化6-羟基-2-(1H)-喹啉酮、联化7-羟基-2-(1H)-喹啉酮、联化N3、联化N-苯基-2-脱氧-D-葡萄糖胺、联化β-胸苷、联化对氯苯甲腈	50%收入为农药中间体，国内市场不到20%
利尔化学 (002258)	四川	利尔化学250g/L丙环唑乳油、利尔化学250g/L咪鲜胺乳油、利尔化学3%啉虫脒乳油、利尔化学毕克草、利尔化学毒死蜱原药、利尔化学毒莠定、利尔化学氟草烟	产品主要出口，国内少量
江山股份 (600389)	江苏	江山股份多聚甲醛、江山股份甘氨酸、江山股份氯甲烷、江山股份烧碱、江山股份四羟基吡啶、江山股份特种树脂、江山股份通用树脂、江山股份乙草胺、江山股份蒸汽供应、 江山牌草甘膦 、江山牌敌敌畏、江山牌久效磷	
扬农化工 (600486)	江苏	扬农化工草甘膦、 扬农化工农用菊酯 、扬农化工卫生用菊酯	北方、南方、华东、西南等地区，营销网络覆盖全国
华阳科技 (600532)	山东	华阳科技莱草通系列农药、华阳科技电力供应、华阳科技多菌灵系列农药、华阳科技甲基1605系列农药、华阳科技氯碱、华阳科技氯气、华阳科技灭多威系列农药、 华阳科技神农丹系列农药 、华阳科技液碱、华阳科技蒸汽	华东、华北几个农业大省
新安股份 (600596)	浙江	新安草甘膦 、新安单甲脒、新安二氯喹啉酸、新安甲基(乙基)毒死蜱、新安磷酸、新安三氯化磷、新安有机硅、新安浙江省火电供应	70%的草甘膦出口
湖南海利 (600731)	湖南	海利氨基甲酸酯类农药 、好安威干拌种剂、湖南海利对甲苯磺酰异氰酸酯、湖南海利二苯甲酮、湖南海利呋喃酚、湖南海利邻仲丁基酚、湖南海利种衣剂、克百威颗粒剂、猛农除草剂	江西40.47% 湖南12.77% 河北7.1% 境外38.92%
大成股份 (600882)	山东	大成股份百草枯、大成股份保丰宁、大成股份毙蚜灵、大成股份莱农乐、大成股份敌敌畏、大成股份二氯苯、大成股份高纯盐酸、大成股份果农笑、大成股份利草净、大成股份农田宝、大成股份农药乳化剂、大成股份烧碱、大成股份蚜灭克、大成股份盐酸、大成股份氧乐果、大成股份液氯	山东省占一半左右

资料来源：太平洋证券

水电紧缺导致磷化工开工不足

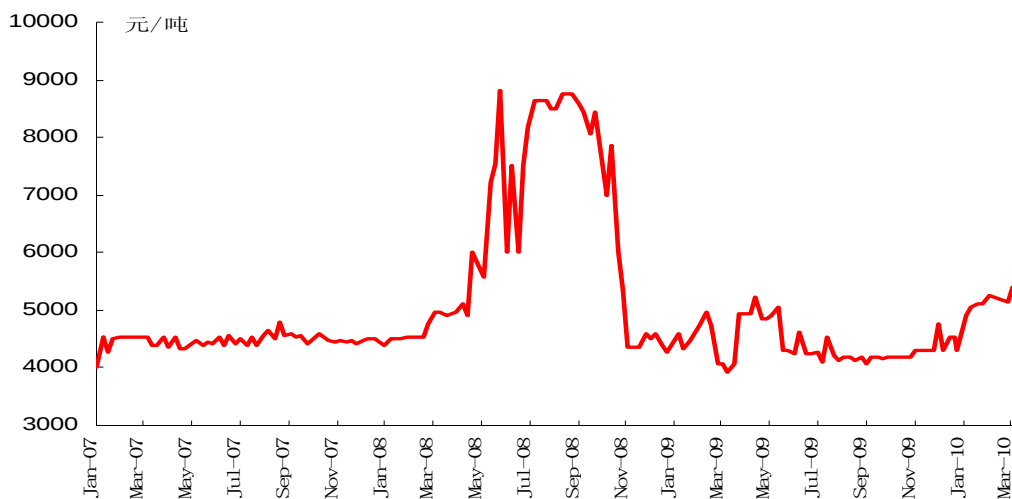
对于以水电为主的西南地区，干旱的发生直接导致水电供应的不足。云南、贵州、四川是国内重要的磷化工生产基地。自2009年秋季以来，西南大部分地区降水量较常年同期偏少3成以上，其中云南中部、贵州东南部偏少8成以上。而据气象部门预测，旱情仍将进一步蔓延。由于电力供应不足，磷化工市场情况不容乐观，多数企业处于停产之中，部分企业已经数月之久，更有小企业从08年爆发金融危机之后停车到现在。目前停产范围仍有扩大之势，目前黄磷价格较前期有所上调，在15000-15800元/吨之间，但是需求仍然没有拉动起来，如果后期下游需求量变大，仅仅目前的库存量不足以满足市场需求的，后期需求量上升，开工率得不到解决的话势必会导致黄磷价格的上调。拥有煤电资源或者水电影响较小的公司将从中收益。重点关注兴发集团、澄星股份。

图 15：黄磷价格维持高位，并且仍然有上涨可能（元/吨）



资料来源：太平洋证券，百川

图 16：磷酸价格走势必将得到黄磷走势的支撑（元/吨）



资料来源：太平洋证券，化工在线

公司推荐

对于前期推荐的股票，我们维持相应评级及推荐理由的股票如下：

表 1：重点推荐公司及简要理由

公司名称	投资评级	推荐简要理由	目标价	所属行业
烟台氨纶 (002254)	买入	1、氨纶供求偏紧，行业景气持续提升，价格较年初上涨近20%； 2、公司专利与非专利技术合计有20余项，是国内技术最先进氨纶生产企业，公司着重产异化产品，避免低品质竞争，综合毛利率高于普通氨纶企业； 3、公司不断扩大产异化产品，5000吨医用氨纶预计10年10月投产，目前又计划7000吨舒适氨纶，届时公司差异化率将超过40%，处于国内最高水平； 4、1000吨对位芳纶项目预计年底或者明年初建成，此业务毛利率60%以上，也是我们强烈看好公司的最大动力； 5、2010-2011年公司每股收益分别为1.78元、2.55元； 6、适合长期投资。	47元	化纤
华峰氨纶 (002064)	增持	1、氨纶供求偏紧，行业景气提升，价格预期上涨； 2、公司氨纶产能4.2万吨，经编氨纶市场初见成效，业绩对氨纶价格弹性较大； 3、2010-2011年公司每股收益分别为1.00元、1.10元； 4、当前氨纶40D市场价55000元/吨，氨纶价格上涨5%，提高目标价4元；	24元	化纤
诺普信	增持	1、公司在华南市场成熟，09年通过连续收购一系列公司扩大其在华北、东北和西南市场，进行全国布局。	42元	农药

(002215)		2、农药使用需要技术销售人员进行指导，公司销售人员已增至08年3倍，销售能力显著增强，但销售费用率增长不明显。 3、定向增发募投5大项目，保证公司高成长性。 4、2010-2011年公司每股收益分别为1.2元、1.4元； 5、适合长期投资		
浙江龙盛 (600352)	买入	1、染料行业景气提升，开工良好，销售顺畅； 2、预计全年染料销售同比增长50%；间苯二酚5000吨产能已投产，2万吨预计10年下半年投产；公司减水剂年底由13扩至15万吨，10年还有15万吨投产； 3、2010-2011年公司每股收益分别为0.67元、0.90元； 4、适合09、10年投资。	15元	染料
烟台万华 (600309)	买入	1、新工业园兴建60万吨MDI，老厂区20万吨MDI产能逐步关闭；宁波万华二期项目30万吨MDI预计2010年第三季度竣工，竣工后，公司总的MDI产能120万吨； 2、现行投资建设30万吨TDI生产项目，待项目运行正常后，进行技术升级，保证TDI项目稳步进展。 3、二季度传统旺季到来，价格有上涨预期； 3、2010-2011年公司每股收益分别为1.10元、1.49元； 4、适合长期投资。	27.5元	聚氨酯
中泰化学 (002092)	增持	1、公司电石逐步自给，煤矿探矿权； 2、原油价格的支撑使得PVC价格很难回到09年的水平，预计10年均价（含税）上涨16%左右； 3、拟非公开发行股票向控股子公司华泰重化工二期36万吨/年PVC、30万吨离子膜烧碱等项目注资。华泰项目在建将于10年6月投产，配套发电装置； 4、制定新疆优惠政策公司将直接收益； 5、2010-2012年公司每股收益分别为0.58元、0.94元、1.51元； 6、适合长期投资。		氯碱
彩虹精化 (002256)	买入	1、公司08年募集资金投资的1.1万罐气雾剂项目预计2011年中投产，新产能投放后公司环保功能涂料产能将从3500万罐增至9500万罐，环保汽车护理品和环保家具的产能将从1000万罐增至6000万吨，产品从产能上是质的飞跃； 2、公司收购北京纳尔特保温节能材料有限公司45.7%的股权，2010年贡献1560万元利润，并且还可能后续收购动作； 3、2010-2011年公司每股收益分别为0.51元、0.74元；	18元	材料

资料来源：太平洋证券

辽通化工（000059）

- ◆ 2009年，公司实现主营业务收入27.5亿元，同比下降25.07%；归属于上市公司股东净利润1.96亿元，同比减少49.04%；报告期内实现每股收益0.163元，低于我们预期。公司总股本没有变化。09年分配预案为以现有总股本12亿股为基

数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.4 元（含税），公积金不转增股本。

- ◆ 公司 09 年的业绩基本上只是反映目前尿素业务的盈利能力（尿素收入占到总收入的 90%），盈利的下滑和价格无关，主要为产量减少了 20.39 吨，同比下滑 12.4%，而减少的量主要来自于辽河化肥厂，其气源不足是其长期面临的问题，而 09 年大修 45 天也是造成其减产的突发性原因。
- ◆ 目前公司新疆化肥和锦天化天然气供应充足，生产稳定，毛利均在 40% 以上。不过天然气涨价不可避免，或早或晚，只是时点问题。公司三大分厂天然气均上涨 0.18 元，公司业绩下滑 0.1 元。
- ◆ 公司“十一五”工程油化联合装置 09 年 12 月 10 日一次开车成功，10 年 2 月 5 日乙烯联合装置一次开车成功。公司目前逐步调整工艺参数和提高生产负荷。公司目前炼油负荷 80% 左右，但乙烯装置负荷不高，全年开工率预计在 50%-60% 左右。
- ◆ 预计公司 10、11 年每股收益分别为 0.51 元、0.96 元。我们对公司 10 年业绩预测大幅低于市场内普遍看法，主要原因其一，出于谨慎对乙烯装置开工率 10 年假设 55%，普遍低于市场 70% 的预期假设；其二，公司 09 年第四季度单季长期借款增加 14 亿元，单季环比增加 17%，对利息支出作用显著。公司 10 年到期长期借款为 1.03 亿，10 年短期融资券融资金额 10 亿中，40% 用于归还到期银行贷款，对长期借款消减作用不大。10 年财务费用的大幅增加对公司业绩的影响在 0.30 元。如果公司有融资将会大幅降低财务费用。不过我们认为公司开工率的提升是时间问题，加上预期财务费用的下降，公司业绩 11 年将出现爆发性增长，按 11 年 15 倍 PE 公司合理价位 15 元。“增持”。
- ◆ 风险提示：乙烯项目开工未按预期风险

澄星股份（600078）（详见 10 年 1 月 8 日《澄星股份：竞争优势主要体现在磷电一体化》）

- ◆ 公司目前基本形成了云南主产磷矿石和黄磷，江阴主产磷酸和磷酸盐的矿、电、磷及下游产品的一体化产业布局。目前拥有热法磷酸加工能力 72 万吨，各种磷酸盐产能 22 万吨左右。
- ◆ 公司磷电生产基地本集中在云南的宣威、弥勒和东川三个地方，但是东川没有磷矿资源和配套电力能力，目前已经基本上停止生产，公司黄磷全部由宣威和弥勒供应。宣威地区黄磷生产的优势在于自备火电机组，能保证黄磷一年四季可以进行生产，尤其是在枯水期的一、四季度。公司即将收购雷打滩水电站 55% 的股权，此水电站主要为弥勒供电，稳定弥勒地区黄磷生产的电力供应。
- ◆ 公司前期投入一个多亿在宣威、弥勒进行黄磷尾气及废渣回收利用循环经济项目以及在江阴本部利用余热发电项目。目前，该项目一期已经完成，根据测算，该项目能直接降低黄磷生产成本接近 1500 元，相应增厚公司 EPS 约 0.2 元。
- ◆ 公司拟定向增发募集现金用于收购雷打滩水电站及磷酸钙盐技改等项目，其中磷酸钙盐产能将扩张 6.5 万吨，由于增发数量不确定，按当前股本计算增厚公司 EPS 0.07 元。此次非公开增发有望在 2010 年初完成。
- ◆ 09 年黄磷价格的低迷一定程度上受云南省 09 年枯水期执行丰水期电价政策的影响。目前云南受干旱影响，电力紧张，多数企业处于停产之中，部分企业已经数月之久，更有小企业从 08 年爆发金融危机之后停产到现在。目前停产范围仍有扩大之势，目前黄磷价格较前期有所上调，在 15000-15800 元/吨之间，但是需求仍然没有拉动起来，如果后期下游需求量变大，仅仅目前的库存量不足以满足市场需求的，后期需求量上升，开工率得不到解决的话势必会导致黄磷价格的上调。
- ◆ 公司业绩对磷酸价格及黄磷成本价格变动非常明显，如果 2010 年磷酸价格上涨 1000 元/吨，将增加公司每股收益 0.2 元；如果 2010 年黄磷成本下降 1000 元/吨，将增加公司每股收益 0.16 元。

- ◆ 不考虑增发，我们预计 2009-2011 年公司每股收益分别为：0.12 元、0.45 元、0.57 元。
- ◆ 如果考虑 2010 年通胀因素的话，磷化工产品价格的上涨将会使公司获得超预期可能。另外，公司定向增发的预期以及黄磷一季度季节性涨价的影响，短期内存在交易性的投资机会，首次给予“增持”的投资评级。
- ◆ 风险提示：政策风险；原油价格大幅下跌风险；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818
传真： (8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。