

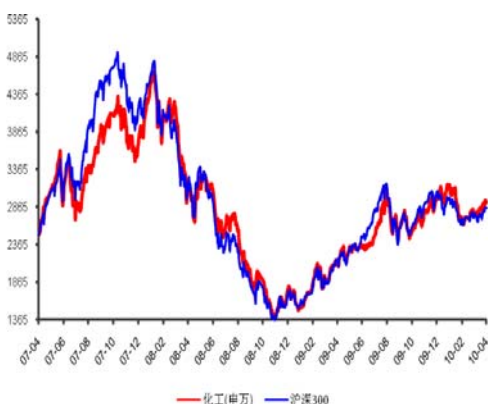
中性(维持)

农药化肥防守，化工新材料进攻
—2010 年二季度化工行业投资策略

市场数据

化工指数	2900
三个月涨跌幅	4%
上证综合指数	3143
沪深 300 指数	3405

相对股价表现



相关研究

分析师:

李项峰 证书编号 S0120209080060

傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

报告摘要:

行业回顾和展望。化工产品价格和行业开工率已从金融危机引发的动荡中逐步恢复。一般而言，基础化工企业的盈利同原油价格正相关，但基础化工产品的价格走势远弱于原油价格攀升幅度，说明了化工景气度依然偏弱，下游需求增长幅度远不及产能扩张速度。化工产品上游的石油、天然气和煤炭等原料价格维持高位，化工下游则受益于低原料成本获得了高毛利率，中游企业盈利受到两端挤压，艰难度日。未来产业链格局将延续，基础化工行业在“去产能化”过程中缓慢复苏，下游需求和出口将成为决定因素。我们看好原油价格，看淡基础化工原料的价格反弹，下游的精细化工依然会获得较好的毛利率，但相对于 09 年将有所下滑。

农业相关的化肥农药板块将成为防御品种。民以食为天，随着生活水平的提高，老百姓饮食结构中肉类乳制品的比重将逐步提高，对于粮食的需求呈稳定增长趋势，而耕地减少、气候变迁使得粮食问题日益严峻。粮食的增产只能依赖化肥农药种子，国家对于农资的补贴在逐年加大；城市化进程和农村青年观念改变使得农村务农人数减少，传统农业生产方式将逐步淘汰，先进的农业生产方式对于化肥农药的依赖度更高。二季度是农资使用旺季，化肥农药价格会有所提升。我们看好在煤化工领域先行一步的贵州氮肥龙头赤天化（600227）。

受益于产业升级和消费升级的化工新材料板块将成为进攻品种。绿色节能、环保低碳是大势所趋，中国的建筑节能也势在必行，节能材料聚氨酯在国内潜在市场极大，拥有技术壁垒的烟台万华（600309）依然能维持较好的盈利水平。有机硅在房地产、汽车和电子按键中应用范围不断扩大，需求量维持两位数的增长，新安股份（600596）作为有机硅和草甘膦龙头，可长期持有。中小板和创业板新登录的不少化工新材料公司作为细分子行业龙头，成长空间非常广阔，虽然目前估值较高，可以适当配置战略性高成长品种，我们看好受益于新能源发展的新宙邦（300037）、受益于高铁的回天胶业（300041）、传统油墨产品替代的天龙集团（300063）、定位高端整体印染的安诺其（300067）和致力于脱硫环保的三聚环保（300072）。

重点公司：我们看好贵州氮肥龙头赤天化（600227），公司两大煤化工项目陆续投产，当地煤炭资源丰富价廉，尿素则供给存在缺口价格高。我们同时看好受益于化工行业回暖的化工服务商中化国际（600500），公司的化工物流业务增速强劲，橡胶业务积极向上游延伸，农化业务明显改观。

1. 行业回顾和展望：

分析化工行业的盈利状况，一方面要看行业供需情况，另一方面要关注原油价格。石化和化工产品的主要原料是石油和煤炭，其价格波动会影响行业的盈利。通过比较油价和化工毛利率历史数据发现：原油从 35 美元/桶上升为 60 美元/桶，原价格上升起了正向传导作用，基础化工和化工原料行业的毛利率大致呈上升趋势；当价格继续上升到 85 美元/桶时，原料价格的正向传导受阻，相关行业的毛利率水平下降。

预计二季度原油价格维持在 80-100 美元/桶，处于化工产业链中间的基础原料和化工原料价格会受成本上升推动价格上涨，但企业盈利改善的概率或将减小，究其原因：一方面是这些行业多属大宗原料，同质性强，自身价格弹性并不大；另一方面，产能严重过剩和集中度低是行业普遍现象，在原料价格上涨过程中，转移成本能力不强，盈利空间被挤压。

图表 1 原油价格走势



图表 2 化学原料及制品毛利率



资料来源：Wind

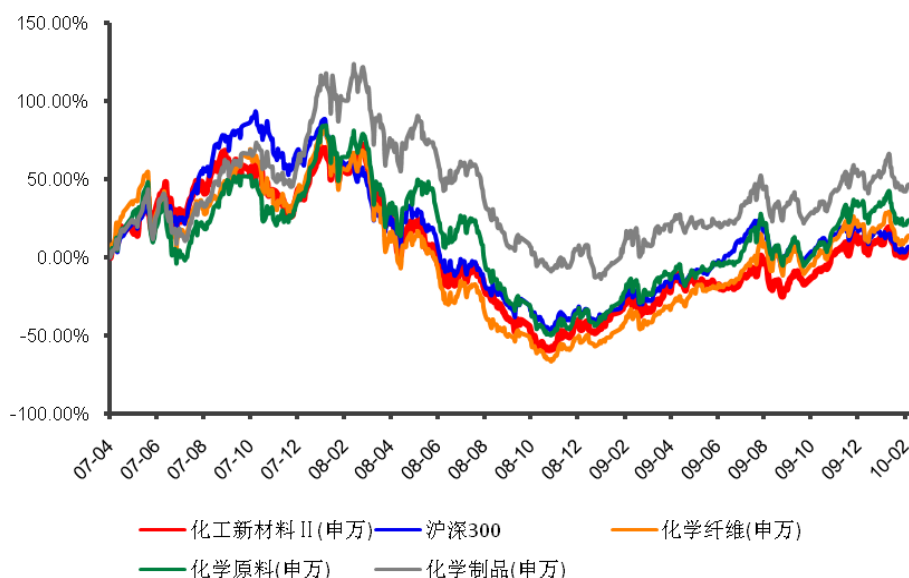
回顾一月至三月化工品价格表现，烯烃类石化产品涨幅较小，苯环类石化产品涨幅较大，硫磺涨幅最大。上涨的原因大致可分为以下几类：(1) 原料推涨型，如丙烯和原盐价格上涨，推动丙烯腈和纯碱价格；(2) 需求拉动型，如硫磺价格上涨可能受到了国际磷肥需求量上升的影响；(3) 供给短缺型，小类产品集中度较高，主要生产装置短期检修使得产品供应偏紧。下跌幅度较大的是醋酸、甲醇和甲苯，下跌原因可能为：(1) 前期涨幅过高的修正；(2) 产品供需严重失衡，产能过剩严重，如醋酸。

对于二季度的行业判断，我们认为产业链格局将延续，化工产品上游的石油、天然气和煤炭等原料价格维持高位，化工下游则受益于低原料成本获得了高于往年的毛利率，中游企业盈利受到两端挤压，艰难度日。未来基础化工行业在“去产能化”过程中缓慢复苏，下游需求和出口将成为决定因素。我们看好原油价格，看淡基础化工原料的价格反弹，下游的精细化工依然会获得较好的毛利率。

在投资板块上，我们看好一下两大板块：(1) 农业相关的农药化肥板块，粮食价格

上涨将带动农民种粮施肥积极性，拉动化肥销售，尽管一季度遇上西南旱灾和北方春耕延迟造成春耕旺季不旺，因此接下去农作物补种会有一波快速的行情；(2) 具备成长空间的化工新材料板块，精细化工直接面向衣食住行等板块，受益于国内产业升级、消费升级和环保升级，而且原材料供应充足，下游客户对价格相对不敏感，兼具成长性和较好的盈利能力。

图表 3 化工子行业股票表现



资料来源: Wind

2. 化肥农药板块将成为防御品种。

民以食为天，粮食问题向来是我国民生建设的首要问题，也是全球在未来亟需积极应对的难题。2010 年政府工作报告便指出要稳定粮食生产，扩大油料种植面积，增加重要紧缺农产品供应，大规模开展粮棉油糖高产创建，大规模开展园艺产品生产和畜牧水产养殖标准化创建，保障“米袋子”、“菜篮子”安全。继续实施对种粮农民直接补贴，增加农资综合补贴、良种补贴、农机具购置补贴，进一步提高粮食最低收购价，早籼稻、中晚籼稻、粳稻每 50 公斤分别提高 3 元、5 元和 10 元，小麦每 50 公斤提高 3 元，继续实施重要农产品临时收储政策。国内粮食期货的价格已经上涨至金融危机前的高点，种粮收益的提高必然会刺激农民增加农资投入，合理使用农药化肥获得增产增收。从长期来看，城市化步伐将继续加快，未来人口约有 70% 将在城市中生活（而目前为 49%）。收入也将数倍于今天的水平。要为数量更多、城市化程度更高和更为富裕的人口保障粮食供应，2050 年全球粮食产量（不含用于生物燃料的粮食）必须提高 70%。谷物年产量需要从目前的 21 亿吨增至约 30 亿吨，肉类年产量需要增长 2 亿吨以上，至 4.7 亿吨。在发展中国家，所需增产量的 80% 将来自单产和复种指数的提高，只有

20%来自扩大耕地。单产的提升必然依靠合理的施肥和及时防治病害。

在看好需求增长的同时，我们不得不面对的一个现实是国内化肥企业产能过剩，产能过剩成为行业盈利的重要制约因素，而国内区域产能不平衡提供了投资机会，我们看好贵州氮肥龙头赤天化（600227）。我国煤头氮肥产能大多集中在华北、西北，气头氮肥大多集中在西南，且总量偏低，如贵州省氮肥供应存在缺口。随着民用天然气日益普及，居民用天然气和化肥用气争气现象日益突出，限气停气时有发生，这进一步加剧了西南地区的尿素供应。赤天化（600227）公司管理层审时度势，在2005年、2007年分别上马两个煤化工项目，既利用了贵州当地丰富的煤炭资源，又扩大了当地的市场份额。两个煤化工项目将分别在今年2季度和年底投产，在天然气涨价背景下，公司的煤头尿素投产是公司的盈利增长点，未来三年公司进入盈利快速增长阶段。

3. 化工新材料板块将成为进攻性品种

2010年政府工作报告提出要以工业、交通、建筑为重点，大力推进节能，提高能源效率，要努力建设以低碳排放为特征的产业体系和消费模式。化工新材料板块涉及建筑节能的聚氨酯、受益于消费升级的硅橡胶和创业板的新宙邦、回天胶业、天龙集团、安诺其和三聚环保。

3.1 烟台万华受益于建筑节能，2季度MDI价格有望上涨

建筑的能耗(包括建造能耗、生活能耗、采暖空调等)约占全社会总能耗的30%，其中最主要的是采暖和空调，占到20%。我国每年新建房屋20亿平方米中，99%以上是高能耗建筑；而既有的约430亿平方米建筑中，只有4%采取了能源效率措施，单位建筑面积采暖能耗为发达国家新建建筑的3倍以上。根据测算，如果不采取有力措施，到2020年中国建筑能耗将是现在3倍以上。因此中国的建筑节能市场空间是极其巨大的，只是有待于政府立法推行。建筑节能中在国外应用最广的则是聚氨酯，若PU外墙保温市场启动，将为聚氨酯的材料供应商提供巨大的市场空间。烟台万华的MDI和硬泡聚醚均能实现自给，而且集团也较早的进入了外墙保温市场，万事具备，只欠东风。我们判断MDI有望维持在较高的价格和利润水平，依据有以下三点：(1)行业的集中度高，基本被4-5家企业垄断，产品议价能力相对较强；(2)技术门槛高，进入壁垒高；(3)下游需求依然在增长，而新增产能较少。

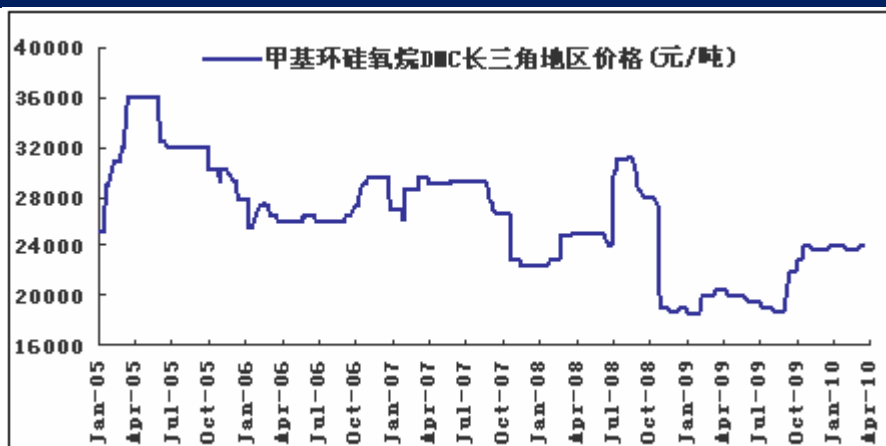
烟台万华短期股价刺激因素来自于二季度MDI价格上涨。二季度，各厂家检修计划逐步实施，市场供应趋紧。下游市场步入传统旺季，国内冰箱、冷柜对原料需求继续增

长，同时北方建筑市场也已在 3 月中旬进入招投标，4 月将逐渐恢复开工，市场需求增加。两端挤压会加剧市场货源供应偏紧的趋势，拉动短期价格上涨。因此我们给予烟台万华增持的评级。

3.2 硅橡胶需求空间广阔，看好新安股份，关注硅宝科技

硅橡胶作为一种传统橡胶和塑料的替代品，广泛用于建筑、汽车和电子按键，近几年一直保持着近两位数的增长，08 年受金融危机影响，增速下滑，但随着房地产开工率上升、汽车产销量快速增长和电子行业复苏，需求增速回复。随着国内单体产能的释放，进口依赖度逐渐下降，有机硅的盈利将逐步向上游金属硅和下游硅橡胶转移，有机硅中间体的盈利将被削弱，新安股份具备完整的有机硅产业链，能有效规避行业上下游盈利波动，草甘膦处在周期底部，未来有上升空间，我们给予新安股份增持的评级。

图表 4 甲基环硅氧烷 DMC 价格



资料来源：德邦证券研究所

3.3 关注化工新材料次新股，小市场，大作为

创业板开闸以来，已有 75 家公司上市，化工新材料板块占据了 13 席，表明了化工新材料板块蕴藏了巨大的投资机会。新能源技术是国家大力提倡和支持发展的领域，新能源汽车将主要依赖高性能的电池储存技术，创业板新宙邦在超级电容器和锂电池电解液均走在国内企业前列，技术实力雄厚，回天胶业则受益于高铁建设；天龙集团的水性油墨替代传统油墨；安诺其定位高端整体印染；三聚环保致力于脱硫净化剂和脱硫催化剂，顺应国家环保政策。尽管创业板和中小板公司估值偏高，但从行业属性、公司竞争力和业绩增长确定性等基本因素而言，我们认为回天胶业、新宙邦天龙集团、安诺其和三聚环保的长期成长潜力值得关注，这些公司均在化工材料子行业某个分支占据龙头地位，竞争优势明显，成长空间广阔，可以作为战略性品种配置。

4. 重点公司

4.1 赤天化（600227）：煤化工项目进入收获期，未来三年盈利大幅增长

投资要点：

- ◆ 公司在建煤化工项目未来两年陆续投产，进入快速扩张期。赤天化公司原有 72 万吨天然气尿素盈利稳定，年产尿素 60 万吨。贵州天福化工年产 30 万吨合成氨、15 万吨二甲醚煤化工 09 年底试车；桐梓煤化工一期工程 30 万吨合成氨、联产 52 万吨尿素、30 万吨甲醇项目在 2010 年底投产，未来两年公司进入快速扩张期。
- ◆ 高油价背景下煤化工长期盈利看好。公司煤化工投资项目很快进入收获期，我们看好公司的煤化工项目，基于以下几点：（1）原油价格维持在 70-80 美元区间，天然气价格上涨预期愈加强烈，煤化工项目有替代优势。（2）公司发展煤化工具有很强的成本优势。贵州煤炭资源丰富，公司煤碳成本比华鲁恒升低 200 元/吨，而且水资源充沛，自然环境优良，环保压力小。（3）贵州地区氮肥供需存在缺口，尿素价格高于全国均价 100 元/吨，公司在满足贵州缺口剩余氮肥向两广地区辐射。
- ◆ 公司煤化工项目具备良好盈利能力。公司两套煤化工项目分别采用壳牌技术和德士古水煤浆技术，在国内已有较好的运行先例，运行风险小。天福项目预计 3 月份会联体试车，生产的合成氨直接用管道输送给宏福集团，二甲醚市场开拓有条不紊进行，主要在当地替代 LPG，预计合成氨成本 1900-2000 元/吨，二甲醚 2900 元/吨，在目前价格水平下有 25% 以上的毛利。金赤煤化工项目有望在年底试车。金赤在协议参股两个年产 90 万吨的煤矿建设，并和成都铁路局合资（占比 51%）修建铁路连通渝黔铁路，方便产品和煤炭运输。
- ◆ 天然气尿素技改储备项目应对天然气价格上涨。国内天然气价格逐步走高是大势所趋，公司未雨绸缪储备了天然气技改项目，一方面通过参股的纸业公司供应的蒸汽降低动力用天然气消耗 20%。如果天然气涨至 0.9 元/m³ 以上，公司会进一步启动 KBR 的合作技改项目，把合成氨天然气消耗降低 30%，该技改项目所需能耗相当于 0.9 元/m³ 天然气，有效应对天然气上涨。
- ◆ 盈利和预测。我们假设天福煤化工 10 年开工率为 60%，11 年完全达到产能，金赤煤化工 11 年开工率 80%，12 年完全达产。公司现有的气头尿素能提供稳定的现金流，煤化工项目是将来的投资亮点。公司顺利完成公开增发 1.06 亿股

后，2010-2012 年摊薄每股收益 0.43 元、0.71 元、0.90 元，按 11 年 21-24 倍市盈率计算，目标价格区间 15.0-17.0 元。

图表 5 赤天化财务预测

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	1148	1112	2080	3904	4268
(+/-)%	3%	-4%	88%	88%	9%
净利润	166	137	205	338	433
(+/-)%	-14%	-6%	31%	65%	28%
每股收益	0.54	0.40	0.43	0.71	0.90

4.2 中化国际（600500）：受益于化工回暖的化工服务商

投资要点：

- ◆ 公司拥有农化、橡胶、化工物流、化工分销和冶金能源五大业务，在各细分领域占据领先地位，公司从“多元贸易商”向“营销服务商”转型，积极向产业链的上游延伸，随着中国化工产业生产总值的提高和化工行业回暖，公司业务盈利会明显改善，并迎来稳定增长。
- ◆ 化工物流受益于市场规模扩大和化工业回暖。随着众多化工巨头在中国设厂生产，中国成为全球化工品生产的重要基地，中国化工产业生产总值增速高于 GDP 增长，而且国家对于高危化学品运输管制愈加严格，未来化工物流依然会保持高速增长，中化国际定位高端市场，产品供不应求。竞争优势体现在高行业标准、人才管理、配套实施等方面。预计化工物流业务收入持续保持 20-30% 增长，毛利率连续三年保持在 35% 以上。
- ◆ 橡胶业务强化上游资源，打造一体化产业链。在整合海南、云南天然橡胶加工企业基础上，成功收购了马来西亚 EUROMA RUBBER 公司，08 年 7 月中化国际要约收购新加坡 GMG 公司 51% 股权。在橡胶市场的影响力增强，未来市场份额和整体毛利率有望提高。天然橡胶作为一种稀缺资源，未来价格会跟随原油走势，值得长期看好，公司在国内天然橡胶分销占据 10% 以上市场，议价能力强。
- ◆ 农药业务继续稳步增长，销售网络价值不菲。2008 年上半年，顺利收购孟山都东南亚 6 个国家和 1 个地区酰胺类农药业务的收购，积极拓展农药业务海外销售渠道。收购江山股份 29% 获得双赢局面，长期收益可期。

- ◆ 中化国际通过参股、长约稳定供应等方式强化货源组织能力，深化与目标客户需求匹配的联盟营销模式减少焦炭业务盈利波动，未来有望保持比较稳定的盈利。同时公司业务从焦炭扩展到煤炭、矿砂、钢材等领域，市场份额逐步扩大。
- ◆ 我们预计公司在 10、11 年将实现 26%与 12%的净利润增长，基本每股收益为 0.55 元和 0.69 元，以当前股价计算，对应的动态 PE 分别为 24 倍和 19 倍，给予“增持”评级。

图表 6 中化国际财务预测

财 务 摘 要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
主营收入	27402	28794	32571	35267
(+/-)%	41%	5%	13%	8.5%
净利润	706	592	792	993
(+/-)%	12%	-16%	33%	25%
每股收益	0.49	0.41	0.55	0.69

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。