

行业报告

行业走出谷底，首选新材料、电子化学、日化

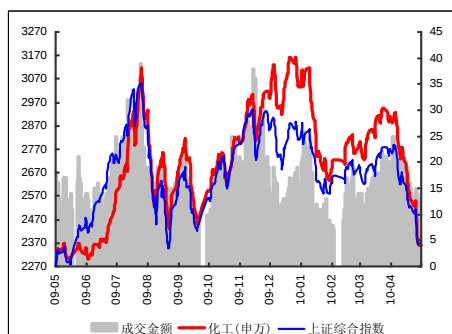
化工行业

2010年5月11日

投资评级：

——化工行业 09 年报、10 年一季报点评

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所低碳小组

王席鑫

执业证书编号：S0590210040003

联系人：

王席鑫

电话：0510-82833217

Email: wangxx@glsc.com.cn

苏淼

电话：0510-82833217

电话： sumiaoma@126.com.cn

独立性申明：

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。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- 2009 年和 2010 年一季度化工行业同比和环比均有不错的表现，主要原因是因为 09 年基数较低以及产品价格从底部复苏，各化工板块来看，化工新材料和化工制品行业继续保持增长态势，且历史来看，盈利能力在各板块中处于较高水平，而化学纤维、橡胶、石油化工预计盈利情况维持相对稳定。
- 从各化工子行业成长性来看，化工新材料以及化学制品中的涂料油漆制造、民爆和纺织化学用品相对较好，而盈利能力来看，化学制品和化工新材料板块表现居前，从营运能力来看，化工原料的存活周转和应收账款情况较好，说明企业在产业链中有一定话语权，但是成长性和盈利能力较差，化工新材料、塑料和橡胶制品应收账款周转天数有所增加，一方面原因可能是企业为了扩大市场份额，对下游企业采取赊销的方式，但同时也说明行业竞争情况较为激烈。
- 从市盈率来看目前化工行业整体水平同 08 年底的水平基本相同，但是需要指出的是，09 年全行业处于走出低谷时期，09 年是全行业盈利弹性和预期最大的一年，而 10 年盈利弹性和预期已减弱，我们认为，从目前市盈率水平处于历史低位来推断估值处于历史低位没有很强说服力。化工行业整体周期性较强，因此从历史市净率来判断行业的底部具有更好的参考意义。目前整体市净率水平处于历史中值偏下方，但是离底部区域尚有一段距离。
- 我们认为，化工行业整体经过 09 年的底部反转，目前进入盈利相对平稳的区域，因此传统化工原料、化纤、橡胶板块的盈利弹性区域平缓，产能过剩的问题则有可能使未来企业盈利波动加大，而化工新材料、化学制品周期性相对较弱、成长性相对较好的板块，未来如果经济持续复苏，仍有较大的业绩提升空间，对于该板块中成长性较好的新材料、电子化学品、日化产品和环保型化工产品等子行业给予“优异”的投资评级。

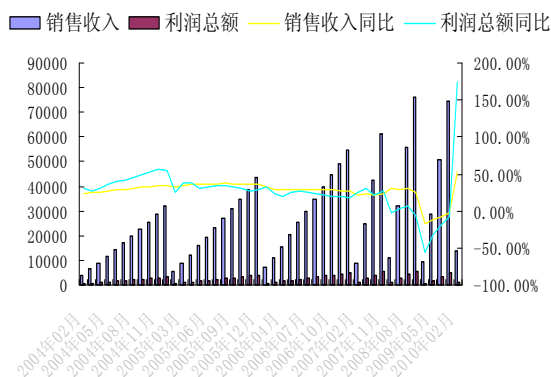
一、09~10年一季度石油化工行业情况分析

1.1 石油化工行业整体走出低谷

受金融危机影响，09年上半年石油化工产品价格均较08年大幅下滑，导致09年11月份石油化工行业累计营业收入同比下滑2.18%，利润总额同比下滑7.54%。

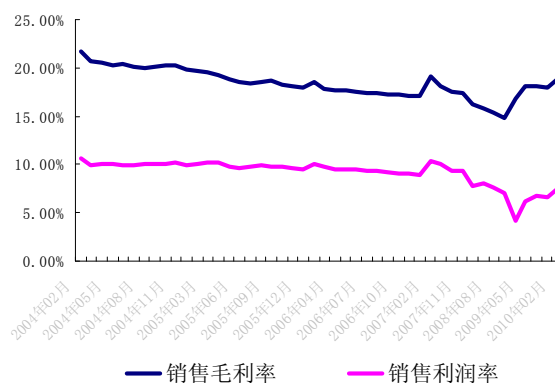
随着09年全球经济逐渐回暖，化工产品价格开始回升，化工产品价格较09年初均有一定幅度反弹，10年一季度，化工行业总收入和利润总额出现较大幅度增长，截至10年2月份，石油化工行业累计营业收入同比增长51.9%，利润总额同比大幅增长173.59%。

图 1: 石油化工行业收入利润变化



数据来源：Wind，国联证券研究所

图 2: 石油化工行业盈利能力变化

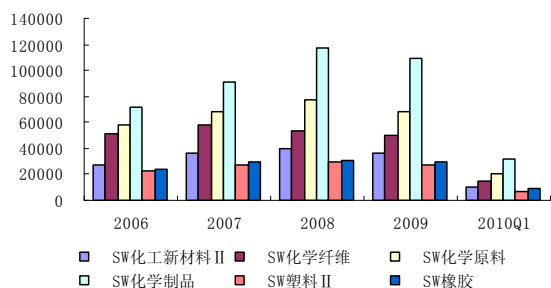


数据来源：Wind，国联证券研究所

09年A股石油化工类上市公司收入也均出现下滑，09同比下滑7.73%，剔除石油化工类企业后，同比下滑8.18%，所有石化类上市公司净利润同比增长143.32%，主要是因为石油化工类上市公司09年盈利较08年明显好转，剔除石油化工类企业净利润同比增长25.96%。

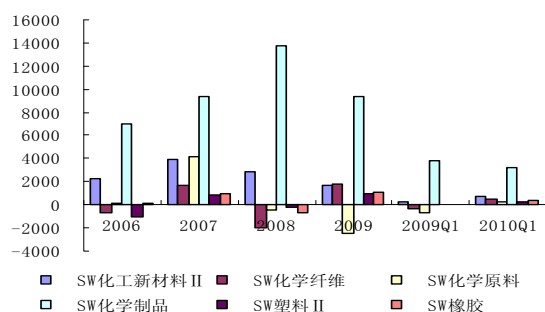
10年一季度A股石油化工类上市公司总营业收入同比则大幅增长79.67%，剔除石油化工类企业后收入同比增长36.91%，所有石化类上市公司净利润同比增长63%，剔除石油化工类企业净利润同比增长217.35%。

图 3：最近四年行业收入水平（单位：百万元）



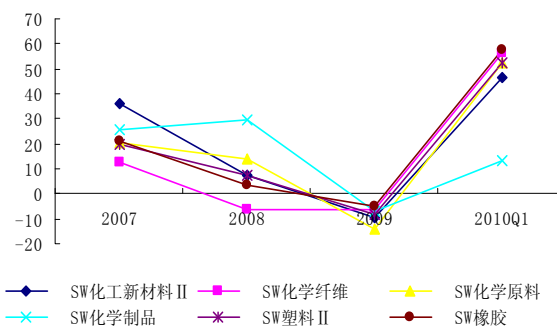
数据来源：Wind，国联证券研究所

图 5：最近四年行业盈利水平（单位：百万元）



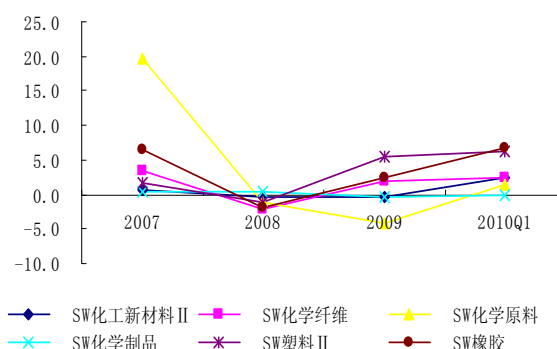
数据来源：Wind，国联证券研究所

图 4：10 年一季度行业收入同比大幅增长（%）



数据来源：Wind，国联证券研究所

图 6：净利润增长率—稳步上升（%）



数据来源：Wind，国联证券研究所

1.2 化工各板块复苏情况不一，盈利水平分化

化工各板块来看，09 年盈利情况出现分化，化学纤维、橡胶和塑料行业扭亏为盈，化工新材料和化学制品净利润同比下降，而化学原料行业亏损额继续加大。原因在于 09 年以石油、煤炭为首的大宗原材料价格大幅下降，使得下游的化纤、橡胶和塑料制品行业成本大幅下降，而这些行业下游需求相对平稳，因此在 09 年出现扭亏为盈。而化工原料行业由于其上游资源、能源、环保成本日趋上升，而行业整体产能过剩的情况下，无法将成本转移至下游，因此 09 年盈利情况始终无法好转，全行业亏损的局面仍在继续，化工新材料和化学制品行业则由于下游需求尚未完全复苏，因此 09 年企业盈利并未出现明显改善的情况。

10 年一季度各子行业同比情况较好，主要原因是 09 年一季度石化各子行业盈利基数低。剔除非经常性损益后净利润各子行业同比和环比来看，化工新材料、化学制品环比分别增长 145.6% 和 173.1%，再进一步比较 10 年一季度和 09 年三季度数据发现，化工新材料和化学制品增长依然较好，分别为 77.3% 和 131.09%，说明化工新材料和化学制品的盈利正处于上升通道。而石

油化工、化学纤维尽管 10 年同比和环比较好，但是 10 年一季度较 09 年三季度环比有所下降，这是因为石油化工主要与油价关联度较大，09 年油价单边上涨，因此 10 年同比和环比较好，而短期来看油价单边上涨告一段落，石油化工板块后期盈利预计保持相对稳定，不会继续维持上升态势，化纤行业处于中游，下游需求相对刚性，盈利关键看上游原材料价格是否能维持稳定，如果未来上游原材料价格能维持稳定则盈利也相对稳定。橡胶板块尽管 09、10 年同比表现出色，但是从 10 年一季度环比以及 10 年一季度和 09 年三季度数据来看，由于胶价的上涨，盈利能力逐渐下降，未来盈利情况主要看胶价走势，如果胶价下跌则公司盈利情况有望好转。

表 1: 各子行业剔除非经常性损益后净利润同比和环比情况

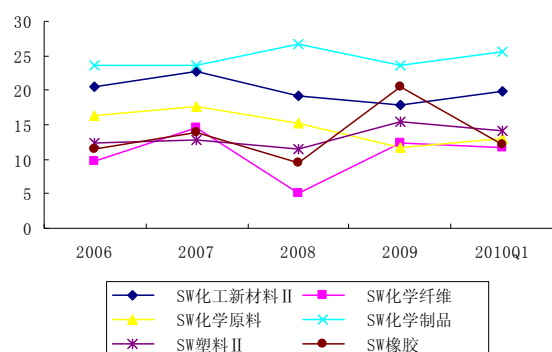
	07年同比	08年同比	09年同比	10年Q1同比	10年Q1环比	10年Q1与09年Q3比
SW化工行业总计	14.38%	-55.80%	143.32%	63.00%	78.84%	9.82%
剔除石油化工	106.43%	-66.67%	25.96%	217.35%	1585.95%	157.21%
SW石油化工	2.52%	-52.98%	164.90%	47.76%	44.49%	-2.08%
SW化工新材料	69.83%	-38.84%	-41.96%	2156.71%	145.65%	77.33%
SW化学纤维	330.19%	-457.10%	116.28%	184.32%	103.08%	-1.73%
SW化学原料	48.61%	-181.13%	-176.91%	126.96%	113.14%	-123.87%
SW化学制品	35.43%	46.23%	-41.42%	-14.03%	173.12%	131.09%
SW橡胶	912.54%	-312.24%	201.79%	320.04%	-39.44%	-68.28%

数据来源：Wind，国联证券研究所

从各化工板块产品盈利情况来看，化工新材料和化学制品板块毛利率和净利率历史以来始终高于其他化工板块，化学原料、化纤和橡胶板块历史以来处于相对较低水平，橡胶板块仅在 09 年胶价大幅下跌的情况下毛利率出现了短期上升，而进入 10 年又恢复到原有水平。净利率来看，10 年一季度，化学制品、化工新材料和化学原料较 09 年有所上升，而橡胶、化纤和塑料制品维持 09 年水平。各板块费用情况来看，09 年和 10 年一季度各板块期间费用水平基本保持平稳，预计上半年不会出现较大幅度波动。

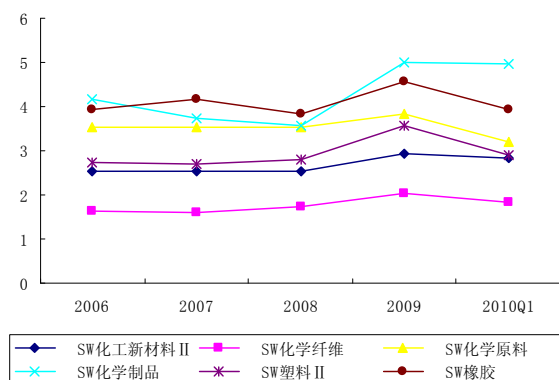
综上分析，我们认为，09 年和 10 年一季度化工行业同比和环比均有不错的表现，主要原因是因为 09 年基数较低以及产品价格从底部复苏，各化工板块来看，化工新材料和化工制品行业继续保持增长态势，且历史来看，盈利能力在各板块中处于较高水平，我们认为，这两个板块预期仍然向好。而化学纤维、橡胶、石油化工预计盈利情况维持相对稳定。

图 7: 各化工板块毛利率水平 (%)



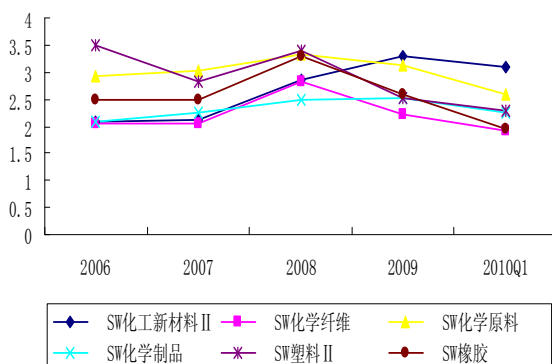
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 9: 各化工板块营业费用率水平 (%)



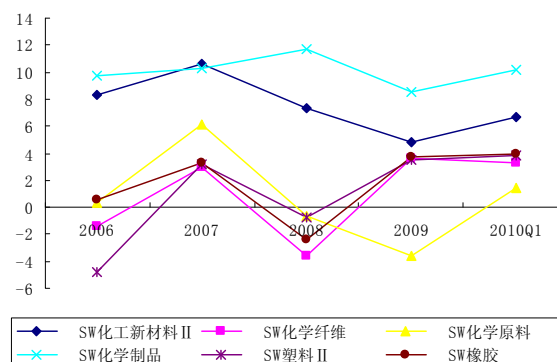
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 11: 各化工板块财务费用率水平 (%)



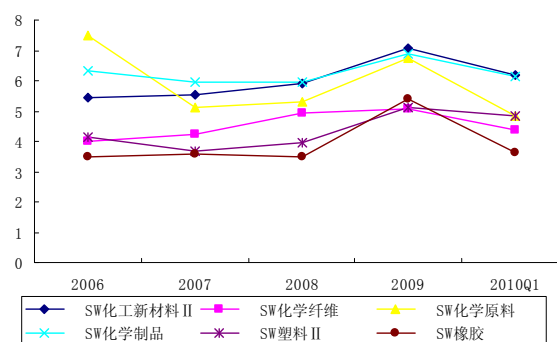
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 8: 各化工板块净利润率水平 (%)



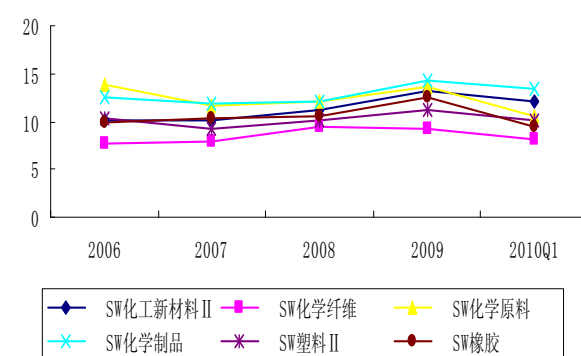
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 10: 各化工板块管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 12: 各化工板块期间费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 国联证券研究所

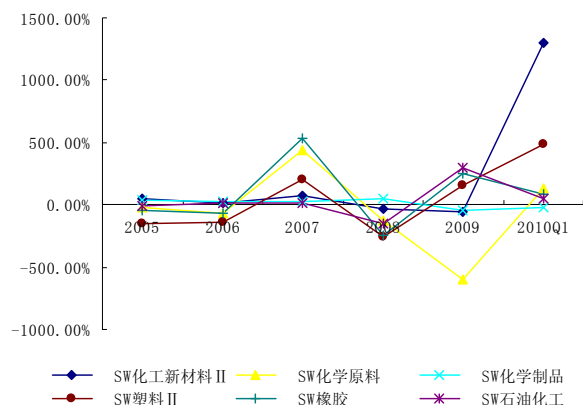
二、化工子行业及上市公司年报季报情况分析

我们通过比较 A 股化工各板块 09 年和 10 年一季度的情况,发现化工新材料和化工制品板块历史盈利能力和短期企业盈利趋势表现均较为突出。接下来,我们进一步就其他方面数据进行比较。

2.1 成长性分析

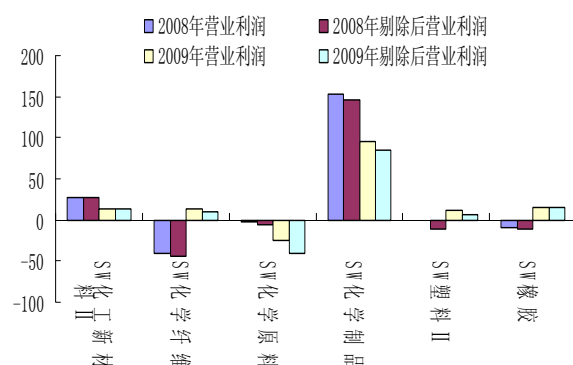
由于上市公司在 2008 年和 2009 年股市波动较大，因此上市公司存在大量的投资收益及公允价值变动影响，因此我们将该部分影响因素剔除后可以看到 09 年营业利润增速表现较好的板块是石油化工、橡胶和塑料行业，而化学制品、化工新材料和化学原料行业 09 年较 08 年则是同比下降的。

图表 13: 2005-2010 年化工各板块剔除后营业利润增速图



数据来源: wind 国联证券研究所

图表 14: 化工各板块 2008-2009 年营业利润变化图

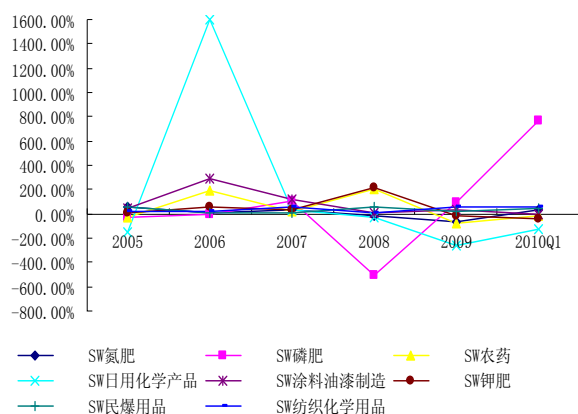


数据来源: wind 国联证券研究所

我们认为橡胶和塑料行业 09 年同比增速较好主要是收益 09 年原材料价格处于低位，且化工产品价格整体处于单边上涨的格局，而化工新材料、化学制品则由于 09 年经济复苏过程缓慢，产品价格和需求尚未恢复至 08 年水平。而 10 年一季度来看，化工新材料、塑料同比增速最大，说明随着经济的逐步复苏，化工新材料的价格和需求在继续向好；化学原料则从负增长转为正增长，也说明了经济在持续复苏；而由于原材料价格的上涨，橡胶板块增长放缓，化学制品板块 09 年、10 年一季度利润增速表现不尽如人意，主要原因是占化学制品板块比重较大的氮肥、磷肥行业始终未能从产能过剩的泥淖中走出来，导致产品价格始终保持低迷，底部徘徊。

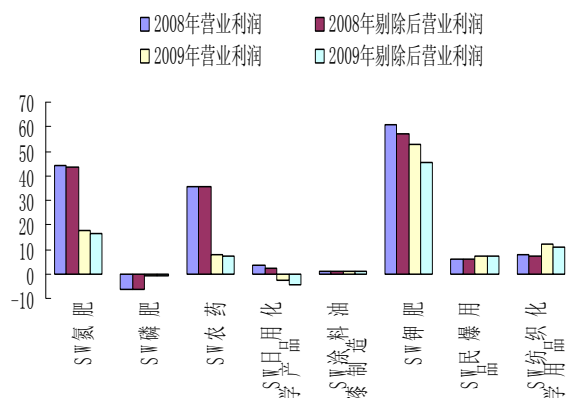
我们进一步分析化工制品板块的各化工子行业，发现 05-10 年剔除投资净收益和公允价值变动净收益后营业利润增速始终保持正值的是涂料油漆制造、民爆和纺织化学用品三个子行业，年复合增长率分别为 46.4%、26.7% 和 27.1%，历史成长性较好。而氮肥、磷肥、农药以及日用化学品近 2 年内营业利润同比下滑，

图表 15: 2005-2010 年化工制品板块剔除后营业利润增速图



数据来源: wind 国联证券研究所

图表 16: 化工制品板块 2008-2009 年营业利润变化图



数据来源: wind 国联证券研究所

2.2 盈利能力分析

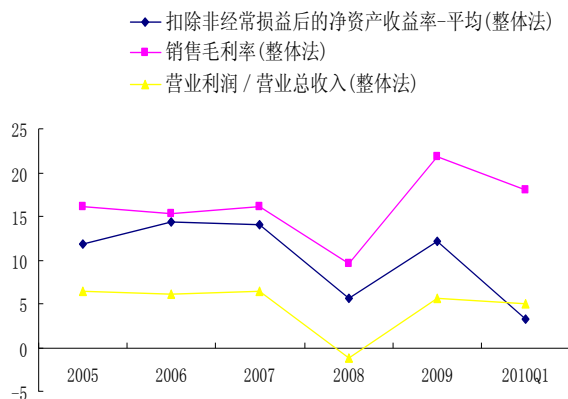
比较 05-10 年化工行业总体盈利情况发现, 09 年行业总体毛利率水平已创出新高, 我们认为部分原因是由于 09 年上半年上游资源价格处于低位, 导致化工行业整体毛利率上升, 而从净资产收益率和营业利润率来看, 仍然低于 06, 07 年水平, 显示金融危机过后, 实际行业整体盈利能力尚未恢复。

比较各板块情况, 各板块来看, 09 年橡胶、塑料、化学纤维和石油化工板块净资产收益率上升明显, 而化学制品、化工新材料和化学原料仍然处于下滑趋势, 但是到 10 年一季度, 化学原料板块净资产收益率明显反弹, 尽管同历史水平相比还有差距。

进一步分析各板块的毛利率和营业利润率水平发现, 板块中化学制品和化工新材料高于其他板块, 但仍处于历史低位, 塑料、橡胶板块盈利能力 09 处于历史高位, 但是 10 年一季度有所下降, 主要是原材料价格上涨所致, 而化纤板块盈利水平已恢复至历史平均水平, 10 年一季度继续维持, 化学原料板块的恢复速度在所有板块中最慢, 实际情况也是如此。

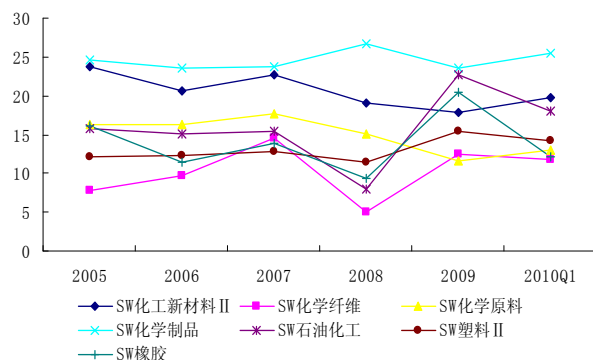
图 13: 2005-2010 年化工行业总体盈利能力情况 (%)

图 14: 各板块扣除非经常损益后的净资产收益率水平 (%)

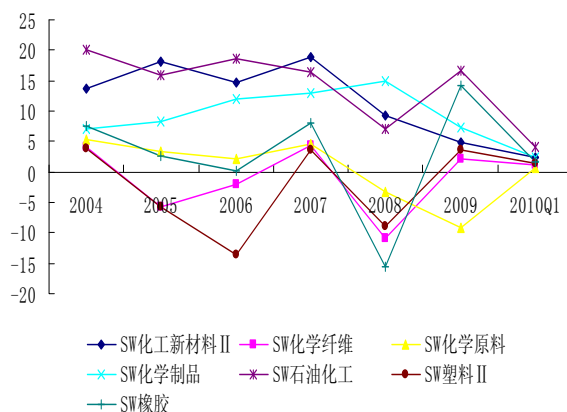


数据来源: wind 国联证券研究所

图表 19: 各板块销售毛利率水平 (%)

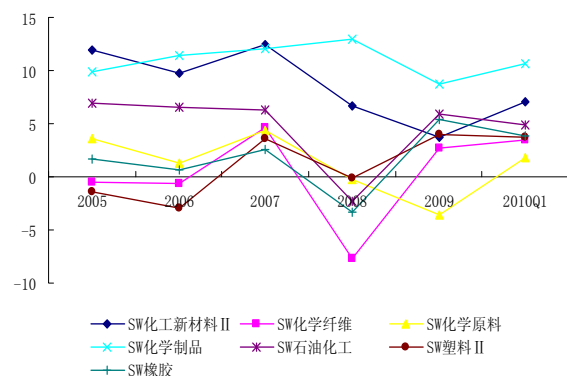


数据来源: wind 国联证券研究所



数据来源: wind 国联证券研究所

图表 20: 各板块营业利润率水平 (%)



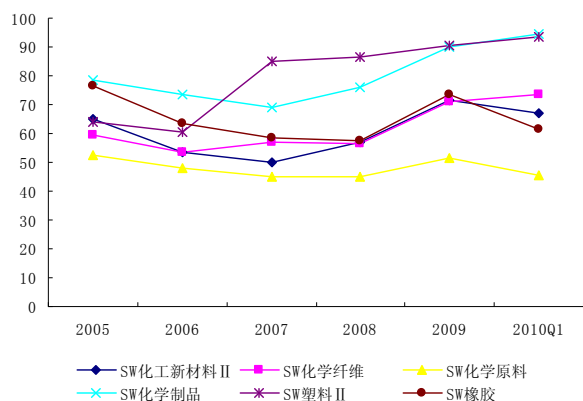
数据来源: wind 国联证券研究所

2.3 营运能力分析

比较各板块存货周转情况, 08 年以来各板块存货周转天数均有不同程度上升, 说明 08 年金融危机使企业库存和销售难度均有所加大, 化学原料相对保持平稳, 说明下游需求相对平稳。进入 10 年一季度化工新材料、橡胶、和化学原料存货周转天数有所下降, 说明随着经济进一步复苏, 下游需求弹性较大的化工新材料板块开始复苏, 而汽车行业景气度维持使得橡胶行业整体销售情况良好。

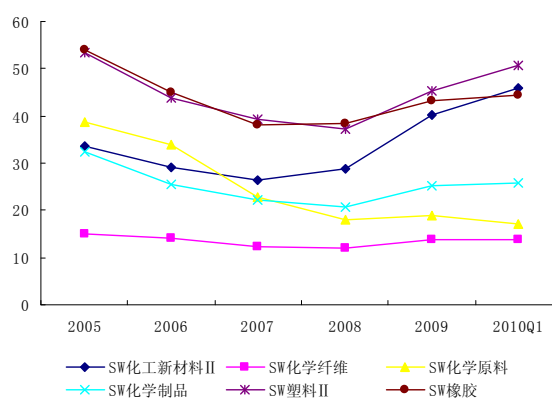
从各板块应收情况来看, 化学原料、化学纤维和化学制品板块的应收情况较为稳定, 而化工新材料、塑料和橡胶制品应收帐款周转天数有所增加, 一方面原因可能是企业为了扩大市场份额, 对下游企业采取赊销的方式, 但同时也说明行业竞争情况较为激烈。

图表 21: 各板块存货周转天数(%)



数据来源: wind 国联证券研究所

图表 22: 各板块应收帐款周转天数(%)



数据来源: wind 国联证券研究所

综上所述,从各化工子行业成长性来看,化工新材料以及化学制品中的涂料油漆制造、民爆和纺织化学用品相对较好,化工新材料 09 年逐渐走出低谷,10 年一季度同比、环比表现均较为突出,而盈利能力来看,同样也是化学制品和化工新材料板块表现居前,从营运能力来看,化工原料的存活周转和应收帐款情况较好,说明企业在产业链中有一定话语权,但是成长性和盈利能力较差,化工新材料、塑料和橡胶制品应收帐款周转天数有所增加,一方面原因可能是企业为了扩大市场份额,对下游企业采取赊销的方式,但同时也说明行业竞争情况较为激烈。

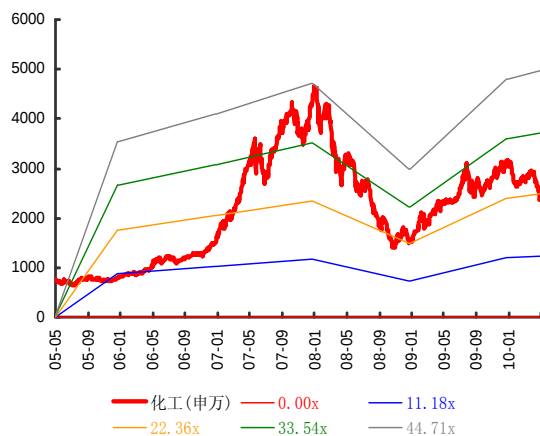
三、化工行业整体估值分析

从市盈率来看目前化工行业整体水平同 08 年底的水平基本相同,但是需要指出的是,08 年底是全行业处于最低谷时期,09 年则是全行业盈利弹性最大的一年,而目前化工行业整体盈利水平维持相对稳定,盈利弹性弱于 09 年的情况,因此从目前市盈率水平处于历史低位来推断估值处于历史低位没有很强说服力。

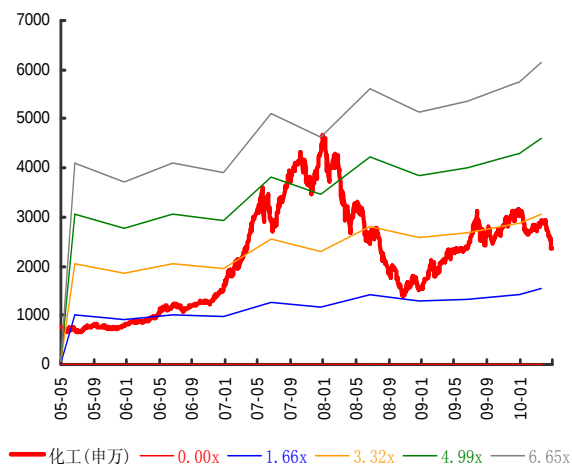
我们再比较化工行业整体市净率水平,目前整体市净率水平处于历史中值偏下方,但是离底部区域尚有一段距离,我们认为,化工行业整体周期性较强,因此从历史市净率来判断行业的底部具有更好的参考意义。

图表 23: 五年期化工行业历史市盈率

图表 24: 化工行业历史市净率



数据来源: wind 国联证券研究所



数据来源: wind 国联证券研究所

我们认为,化工行业整体经过 09 年的底部反转,目前进入盈利相对平稳的区域,因此传统化工原料、化纤、橡胶板块的盈利弹性区域平缓,产能过剩的问题则有可能使未来企业盈利波动加大,而化工新材料、化学制品周期性相对较弱、成长性相对较好的板块,未来如果经济持续复苏,仍有较大的业绩提升空间,对于该板块中成长性较好的新材料、电子化学品、日化产品和环保型化工产品等子行业给予“优异”的投资评级。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。