



基础化工

2010.06.21

挖掘“特点”型公司，盯着政策投资大宗化学品

——2010 中期基础化工投资策略


魏涛
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 S0880209050544

本报告导读：

行业景气平淡，投资大宗化学品需盯住宏观经济政策，一旦政策放松，大宗品将迎来阶段性机会；挖掘“特点”型公司，待估值回落后投资其中的优质公司。

摘要：

- 大宗化学品的景气度一般属于宏观经济加强型，今年宏观经济震荡，需求不旺，国际油价冲高回落带动化工品成本大幅波动，行业开工率不高，抑制了价格上涨。但与新能源、高铁、电子信息、环保相关的化工行业则呈现出需求旺盛的景象。今年前5个月化工品产量同比仍保持较快增长，但化工品开工率仍处于相对较低的水平，一些化工品开工率不足50%，产能过剩是阻碍行业景气回升和盈利的重要原因。
- 过去十年，我国大宗化学品整体上经历了依赖进口→自给度提升→实现自给→部分出口的过程。这一演变过程让部分优势企业规模扩张数倍，而附属影响则是市场竞争逐步加剧，产品盈利能力缓慢下滑；这一演变过程同时也意味着大宗化学品的投资黄金期已经过去。
- 大宗化学品的成长在一定程度上代表了过去30年我国经济增长模式对化工行业的要求。目前大宗化学品估值相对较低但仍然被冷落的主要原因是政府实质上的紧缩政策使宏观经济预期不明朗，原有的经济增长模式似乎无法延续，而结构转型能否成功存在疑虑。这使得依靠原有经济增长模式支撑的大宗化学品前景黯淡。但随着股价不断下跌，部分大宗化学品公司的估值水平逐步进入合理区间，一旦宏观政策放松，经济预期向好，对大宗化学品的景气趋势也会预期向好，将迎来一轮阶段性投资机会。
- 新能源、环保、电子信息产业、高铁相关领域无疑是市场关注热点，这些行业或有政策支持，或有政府资金，或符合产业升级方向，发展前景好，市场空间大（虽然空间的绝对量并不一定大，但增长率高），未来几年仍会是市场的热点，这些公司短期估值都较高，但其中一些优质公司成长性良好，在股价回调后仍是投资的优选品种。
- 一旦宏观政策放松，经济预期向好，大宗化学品将迎来一轮阶段性投资机会。在投资标的上，建议选择供需面较好，业绩相对有保障的子行业中的优质公司：聚氨酯龙头烟台万华、红宝丽；染料龙头浙江龙盛；拥有优质磷矿和水电资源的兴发集团。
- 新能源、环保、电子信息产业、高铁相关化工股中，考虑公司行业地位、技术水平、管理能力、财务状况、业绩兑现等因素，我们认为鼎龙股份、回天胶业、三聚环保、新宙邦、新纶科技、永太科技、江苏国泰、红宝丽在估值回落后都是不错的投资标的。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：

细分行业评级

化肥	中性
有机及高分子	增持
无机品	中性
精细和专用化学品	增持
塑料制品	中性
橡胶制品	中性
农药	中性

相关报告

复苏在望，景气提升估值	(09.12.30)
浅层复苏下的攻守兼备	(09.09.30)
需求潮起潮落，防守尔后反攻	(09.06.15)
打破均衡状态的突破点	(08.11.26)
浅层复苏下的攻守兼备	(09.09.30)

目 录

1. 化工品价格震荡不稳，行业趋势转淡.....	3
1.1. 产能过剩导致开工率偏低，压制盈利.....	3
2. 挖掘“特点”公司，盯着宏观政策投资大宗化学品	5
2.1. 大、小盘估值分化是投资的难题.....	5
2.2. 大宗化学品黄金期已过，未来看趋势波动的中小投资机会	5
2.3. 投资大宗化学品需看宏观政策脸色，选择业绩保障品种	6
2.4. 挖掘“特点”公司，享受成长	6
3. 部分子行业投资策略.....	7
3.1. 化肥.....	7
3.2. 农药.....	8
3.3. 聚氨酯.....	9
3.4. 炭黑.....	11
3.5. 磷化工.....	12
3.6. 纯碱.....	13

1. 化工品价格震荡不稳，行业趋势转淡

2010 上半年美国经济复苏向好，但欧洲债务危机拖累欧洲经济，全球宏观经济震荡不稳。我国经济也冲高走弱，政府加强对地产泡沫的挤压，房地产成交骤冷；5 月我国汽车销量环比也下滑 14%。

化工作为中游制造业，为各行各业提供原材料，感受着下游行业的冷暖变化。大宗化学品的景气度一般属于宏观经济加强型，今年宏观经济震荡，需求不旺，国际油价冲高回落带动化工品成本大幅波动，而大宗化学品产能普遍过剩，行业开工率不高，抑制了价格上涨。但与新能源、高铁、新材料、电子信息、环保相关的化工子行业则呈现出需求旺盛的繁荣景象，锂电池原材料、胶黏剂、液晶材料、脱硫、洁净产品等子行业保持快速增长。

图 1：2004 年以来 OPEC 一揽子原油价格

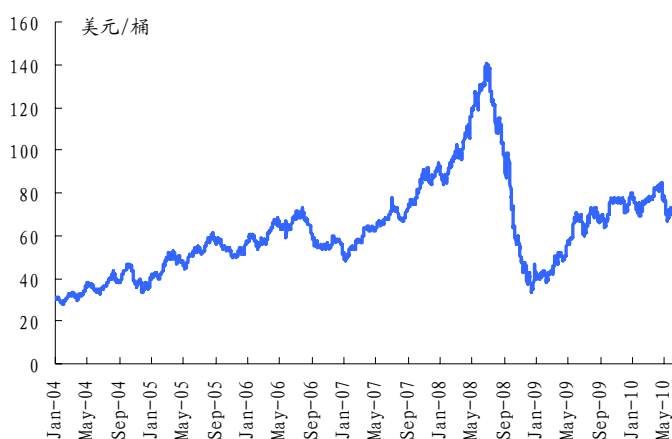
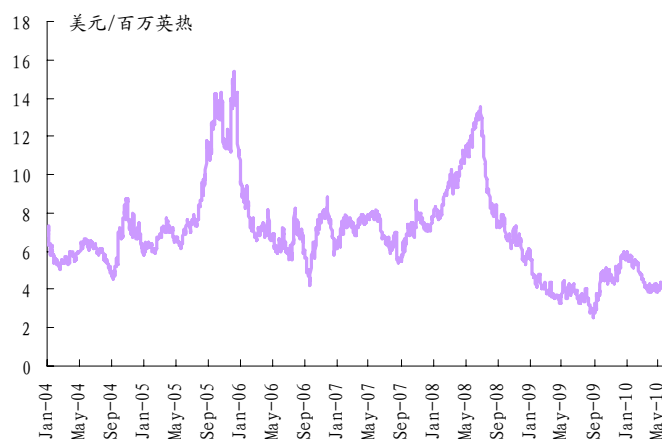


图 2：2004 年以来 NYMEX 天然气期货价格



资料来源：化工在线、国泰君安证券

1.1. 产能过剩导致开工率偏低，压制盈利

几种关键大宗化工品产量显示，随着 2009 年经济从危机中逐步恢复过来，产品单月产量继续保持在稳中有增，且今年前 5 个月化工品产量同比仍保持较快增长。但化工品开工率仍处于相对较低的水平，一些化工品开工率不足 50%，产能过剩是阻碍行业景气回升和盈利的重要原因。

表 1：部分化工品 1-5 月产量及同比增长

产品	1-5 月累计产量		
	2009	2010	同比
磷矿石	2086.1	2533.2	21.43%
合成氨	2107.7	2229.5	5.78%
化肥	2591.4	2808.5	8.38%
农药	93.1	109.5	17.62%
烧碱	703.4	857.4	21.89%
纯碱	736.8	869.4	18.00%
纯苯	166.7	221.9	33.11%
甲醇	419.8	668.3	59.19%

PVC	383.4	455.7	18.86%
合成橡胶	104.1	125.8	20.85%
轮胎外胎	23923.6	31234.1	30.56%

数据来源：石化工业协会、国泰君安证券

图 3：2008 年 10 月以来我国聚乙烯月产量

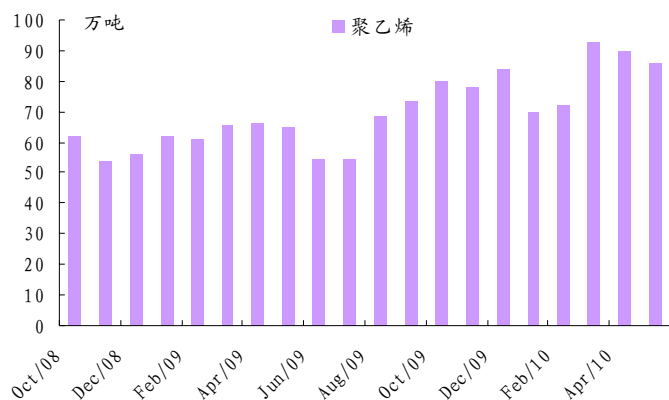


图 4：2008 年 10 月以来我国化肥月产量

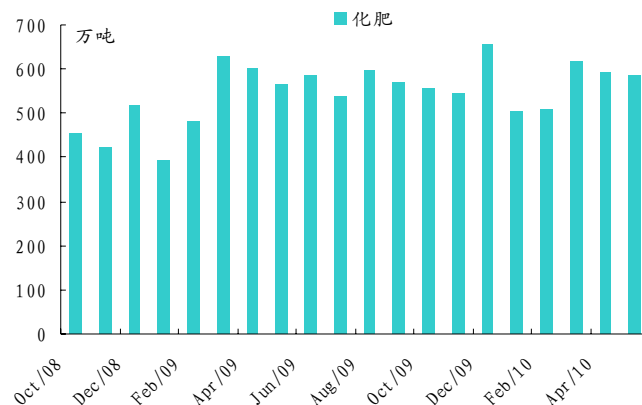


图 5：2008 年 10 月以来我国甲醇月产量

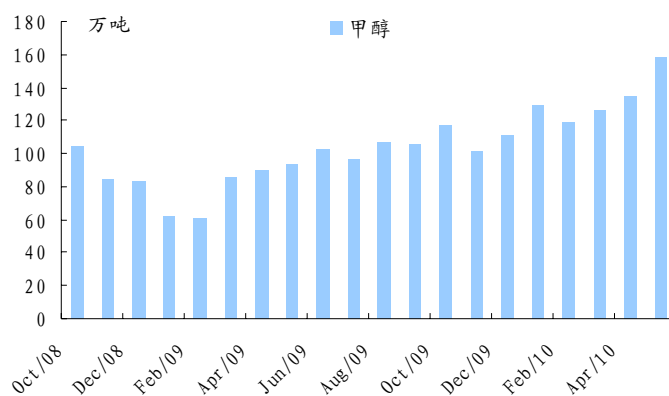
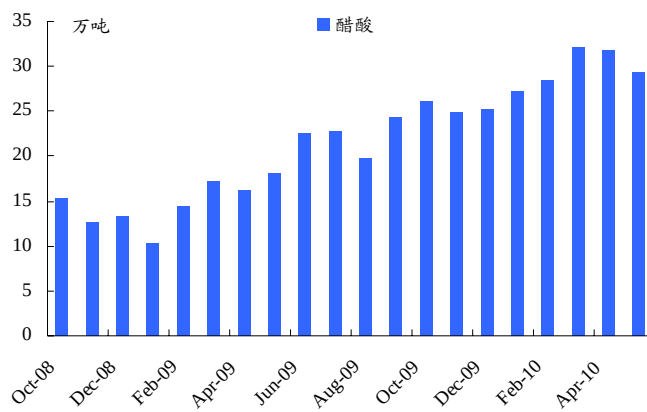


图 6：2008 年 10 月以来我国醋酸月产量



数据来源：石化工业协会、国泰君安证券

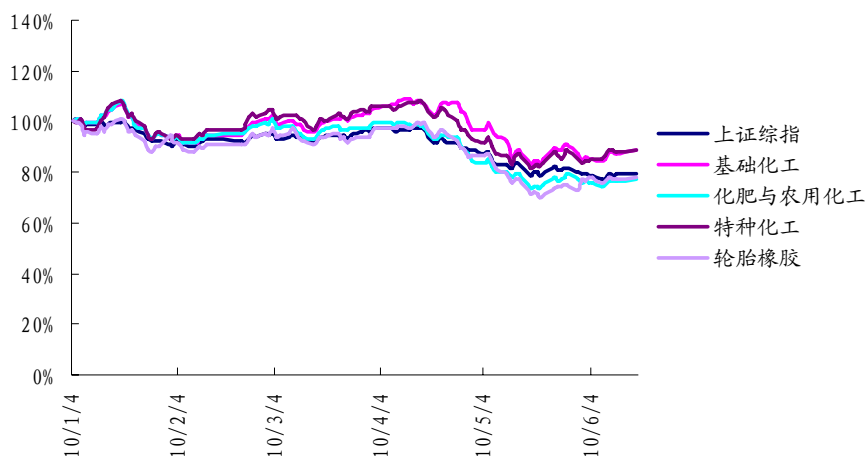
表 2：国内部分化工产品 2010 年 5 月开工率水平

产品	开工率	产品	开工率	产品	开工率
甲醇	45%	加氢苯	40%	聚氯乙烯	50%
二甲醚	30%	顺酐	50%	纯碱	80%
甲醛	50%	焦化企业	70%	烧碱	76%
醋酸	90%	焦油加工	50%	盐酸	75%
苯酐	55%	炭黑	80%	尿素	80%
DOP	30%	TDI	72.50%	合成氨	60%
正丁醇	60%	MDI	90%	硝酸铵	80%
纯苯	70%	BDO	55%	磷矿石	55%
甲苯	70%	DMF	73.5	一铵	35%
二甲苯	70%	丁酮	65%	二铵	80%
环氧丙烷	77%	己二酸	53%	硫酸钾	70%
丙烯	90%	聚醚	50%	氯化钾	80%
苯乙烯	80%	环氧丙烷	65%	农药	20%

数据来源：百川资讯、国泰君安证券

2. 挖掘“特点”公司，盯着宏观政策投资大宗化学品

图 7：2010 年以来上证综指和化工子行业指数涨幅对比



数据来源：WIND 资讯、国泰君安证券

2.1. 大、小盘估值分化是投资的难题

从估值水平看，目前老股和新股，大宗化学品和新兴产业的估值水平分化，传统型优质公司如烟台万华、盐湖钾肥、华鲁恒升、浙江龙盛的 2010 年动态 PE 在 15-20 倍；而鼎龙股份、新宙邦、三聚环保等新兴产业公司 2010 年动态 PE 在 60 倍以上。大宗品公司估值便宜但趋势不佳，新兴产业公司成长性好，亮点多，但估值高，对投资而言是难题。

2.2. 大宗化学品黄金期已过，未来看趋势波动的中小投资机会

大宗化学品是指生产工艺成熟，不同厂商所生产的合格产品质量差异很小，下游用户转换成本低，价格是第一考虑要素，采购时对生产商、品牌关注度较低的一类大宗化学品，比如尿素、纯碱、烧碱、黄磷等等。大宗化学品往往行业集中度较低，市场完全竞争，在供应偏紧，景气度上升阶段，产品价格主要由需求决定，向上弹性高；在供应过剩，景气度低迷阶段，产品价格主要由成本决定。

过去十年，我国大宗化学品供需快速增长，整体上经历了**依赖进口→自给度提升→实现自给→部分出口**的过程。这一演变过程让部分优势企业规模扩张数倍，而附属影响则是市场竞争逐步加剧，产品盈利能力缓慢下滑；这一演变过程同时也意味着大宗化学品的投资黄金期已经过去。我们无法想象这些产品的需求再增大一倍，除非进行淘汰和整合，否则产能过剩将成为常态，因此在完成淘汰和整合前，高估值不能享受，主要是行业趋势波动带来的中小投资机会。

2.3. 投资大宗化学品需看宏观政策脸色，选择业绩保障品种

投资大宗化学品，行业景气趋势是关键因素，原因一方面在于大宗品往往吨位很大，企业盈利对产品价格非常敏感，而景气趋势决定产品价格走势，因此可以说景气决定业绩；另一方面估值水平也由景气趋势决定，景气度越高，对未来的盈利增速预期越高，市场所给的估值水平也越高。股价 = 业绩 × 估值，可知景气趋势是影响股价的关键因素。

大宗化学品的成长在一定程度上代表了过去 30 年我国经济增长模式对化工行业的要求。目前大宗化学品估值相对较低但仍然被冷落的主要原因是政府实质上的紧缩政策（对地产的严厉政策和对地方政府的信贷紧缩）使宏观经济预期不明朗，原有的经济增长模式似乎无法延续，而结构转型能否成功存在疑虑。这使得依靠原有经济增长模式支撑的大宗化学品前景黯淡，市场对其景气趋势的预期差，因此无法形成投资吸引力。

随着股价不断下跌，部分大宗化学品公司的估值水平逐步进入合理区间，一旦宏观政策放松，经济预期向好，对大宗化学品的景气趋势也会预期向好，将迎来一轮阶段性投资机会。但请注意一些强周期大宗品公司业绩可能会大幅低于预期，需防范中报业绩风险。在投资标的上，建议选择供需面较好，业绩相对有保障的子行业中的优质公司：聚氨酯龙头烟台万华、红宝丽；染料龙头浙江龙盛；拥有优质磷矿和水电资源的兴发集团。

2.4. 挖掘“特点”公司，享受成长

新能源、环保、电子信息产业、高铁相关领域无疑是市场关注热点，这些行业或有政策支持，或有政府资金，或符合产业升级方向，发展前景好，市场空间大（虽然空间的绝对量并不一定大，但增长率高），未来几年仍会是市场的热点，这些公司短期估值都较高，但其中一些优质公司成长性良好，在股价回调后仍是投资的优选品种。

表 3：新能源、环保、电子信息产业、高铁相关化工公司梳理

	子行业	公司	产品
新能源	锂电池	江苏国泰、新宙邦、当升科技、佛塑股份	电解液、电极材料、隔膜
	太阳能	回天胶业、奥克股份、红宝丽	电机胶黏剂、切割液、封装胶膜
	风电	回天胶业	组装胶黏剂
环保	脱硫	三聚环保	脱硫净化剂、催化剂
	防静电/洁净室	新纶科技	洁净产品、洁净工程
电子信息业	液晶	永太科技、红宝丽	液晶材料、液晶清洗液
	打印、复印	鼎龙股份	电荷调节剂、彩色聚合碳粉
	LED	回天胶业	胶黏剂
高铁	轨道、车厢	回天胶业	聚氨酯胶

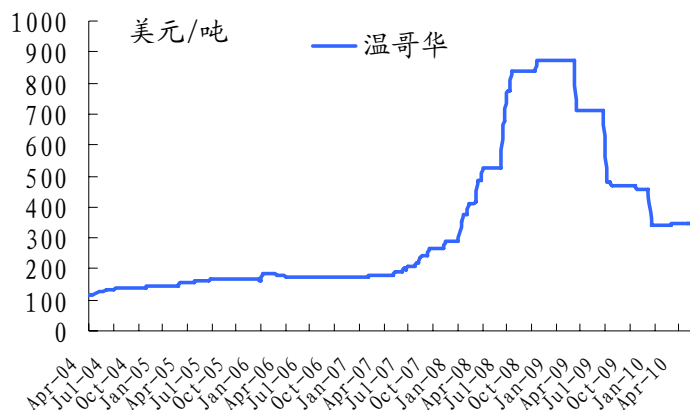
数据来源：国泰君安证券

上述公司中，考虑公司行业地位、技术水平、管理能力、财务状况、业绩兑现等因素，我们认为鼎龙股份、回天胶业、三聚环保、新宙邦、新纶科技、永太科技、江苏国泰、红宝丽在估值回落后都是不错的投资标的。

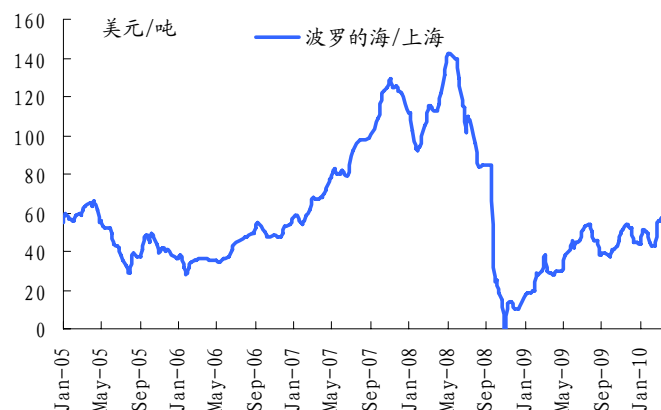
3. 部分子行业投资策略

3.1. 化肥

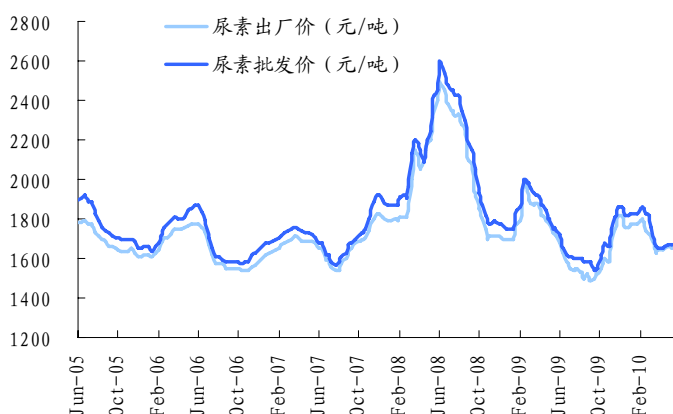
国际钾肥价格



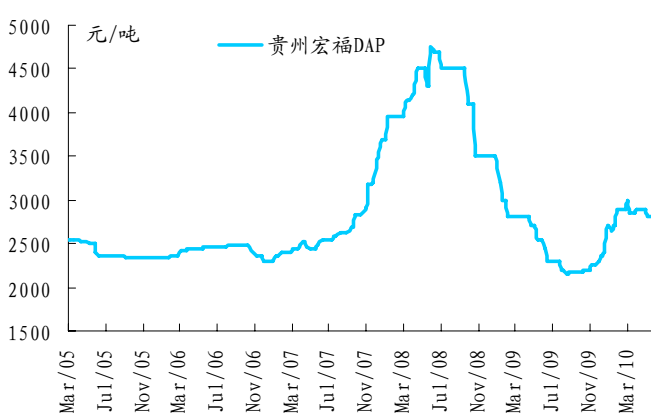
国际钾肥海运费价格



国内尿素价格



国内 64%DAP 价格



资料来源：中国资讯网、POTASH、国泰君安证券

今年以来,受天气因素和国内库存充足影响,化肥春耕的旺季也没有旺起来。尿素市场持续萎靡,3-4月份尿素价格更反而跌到了低谷,近期尿素价格有所回稳,目前国际价格在FOB240美元/吨左右。NYMEX天然气期货价格在盘整了接近两个月后,在5月份反弹了接近1美元,目前价格在5美元/百万英热左右,成本的上升使尿素的下滑有所放缓。上半年国际尿素开工率普遍偏低,主要进口国尿素库存也已接近底线,预计下半年尿素需求将会有所回升,但总体情况仍不太乐观。国内煤炭价格坚挺,天然气价格上涨并未推动尿素涨价,煤头尿素成本压力大,目前价格维持在中小尿素企业成本线附近,尿素价格反弹预计要待四季度淡储开始。

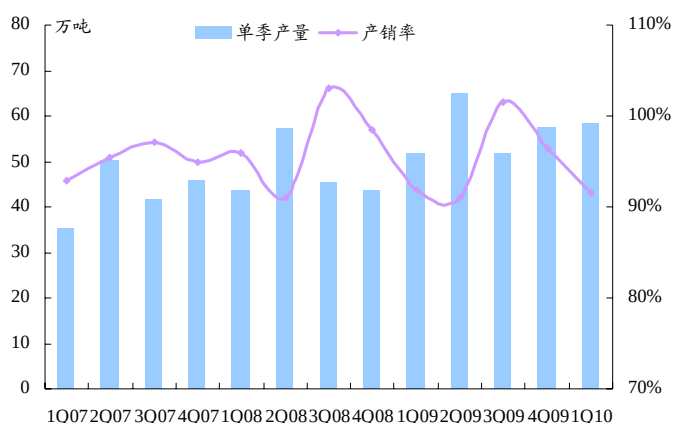
在经历里一季度的上扬,和三月份的突然下跌之后,磷肥市场价格较为平稳,国际DAP价格在400美元/吨以上。美国海湾报价在450美元/吨,波罗的海报价在440美元/吨左右,国内DAP主流报价在2800元/吨左右。近期,磷肥市场供求较为平衡,淡季出口能够减轻国内市场压力,虽然复合肥价格的走低,会取代部分DAP市场预计磷肥市场短期变化不大。国内磷肥集中度高,企业开工率波动较大,是调节市场供求的手段,磷肥产能严重过剩,但供求情况好于氮肥,下半年磷肥预计仍将维持平淡走势。

国际钾肥市场平稳，温哥华高端价格在 360 美元/吨左右，CFR 巴西 180 天高端价格在 410 美元/吨左右，宏观经济环境不支持国际油价大幅上涨，国际钾肥景气年内也难以明显升温。与国际市场的平稳相比，国内市场较为冷淡，上半年天气因素影响钾肥消费，库存较为充足，目前国内氯化钾价格在 2500 元/吨左右，硫酸钾价格在 2800 元/吨左右。下半年钾肥预计将继续维持相对低迷状况。

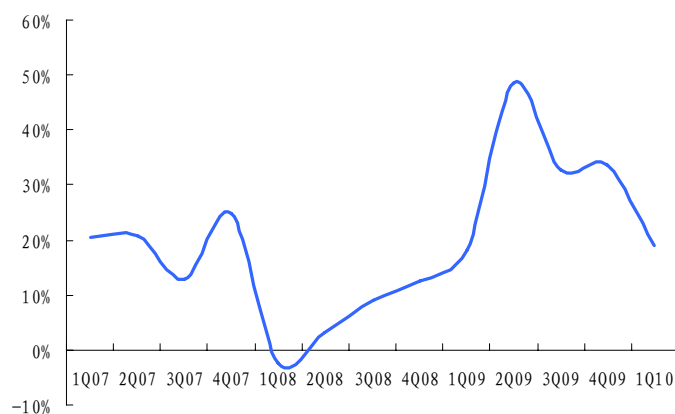
投资建议：三季度行业淡季，继续回避化肥股，四季度化肥淡储有望带动化肥价格反弹，届时可适当参与。投资标的：盐湖钾肥、云天化、华鲁恒升、湖北宜化。

3.2. 农药

2007 年以来农药（折百）季度产量和产销率



2007 年以来季度农药原药库存比年初增减幅度



数据来源：wind 资讯，国泰君安证券

今年一季度，虽然农药行业形势好于去年同期，价格趋于理性、企业企稳态势向好，出口量价齐升，全国一季度农药产量 58.19 万吨、同比增加 12.55%，出口农药 16.6 万吨，同比增加 25.3%。经历了 2008、2009 年需求的小年之后，今年农药行业并未按照“两年小年之后是大年”的传统进入需求大年，产销率只有 91.6%，为 2008 年来较低水平，库存比年初增加 19.1%、高于去年同期水平。原因一方面在于产能过剩且去年销售不畅积累的较高行业库存，另一方面是极端天气低温、干旱、大雨等不利影响，给全年的农药市场增加了很多不确定性因素。

杀虫剂用量将下降：1-5 月份，南方干旱、北方长时间低温冰冻天气使得农作物主要害虫的越冬虫源基数明显降低，发生大虫灾的可能性减小，杀虫剂使用量大大降低，部分品种用量降幅可达 40% 以上。另外新型农药的成功推广——高效低毒低用量药剂的推广面积进一步加大，使杀虫剂亩用量减少。全国杀虫剂使用量可能因此减少约 10%-15%。

杀菌剂总量可能上升：主要是因为上半年长时间的低温阴雨天气较多，多种果树上和蔬菜上的常发性病害发生的几率加大。另外，因为经济作物种植面积在近几年不断增加，对杀菌剂总量需求增加也就较多，有预测显示，今年杀菌剂用量在去年基础上将增加 10% 以上。但杀菌剂在农药使用中占比较低，因此，对农药需求总量影响有限。

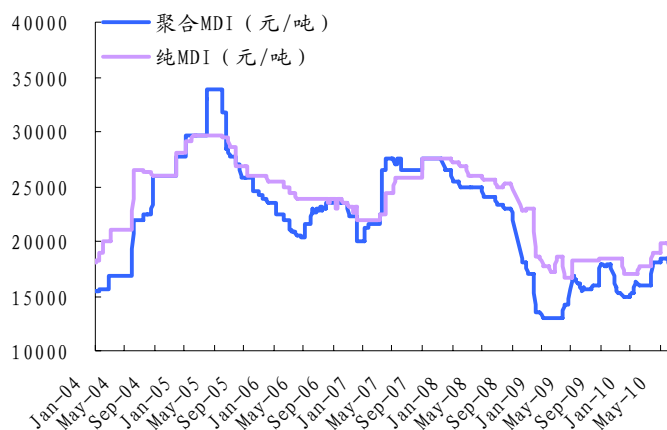
除草剂市场依然不振: 尽管部分新型除草剂例如高度选择性的防治禾本科杂草的除草剂如绿麦隆、氯磺隆和苯磺隆需求上升,但因为最大品种除草剂的草甘膦市场在产能扩张、供需矛盾加剧和结构性产能过剩的背景下出口依然低迷,使除草剂市场萎靡不振。目前,除草剂开工率创历史低点,草甘膦开工率只有 20%,百草枯也不过 40%。今年,草甘膦因为严重的供大于求,供需矛盾犹存,前景难乐观。

2009 年开始农药行业出现明显的并购重组势头。如国内制剂龙头企业诺普信先后参股或者控股山东兆丰年生物公司、青岛星牌作物科学公司、常德邦达绿色作物开发公司、东莞施普旺生物科技公司、济南绿邦化工公司以及今年 3 月全资收购福建新农大正生物工程有限公司等农化企业。利尔化学也通过收购江苏快克完成业务品种和销售区域的拓展。今后,这种趋势还将因政府的政策支持而加快。

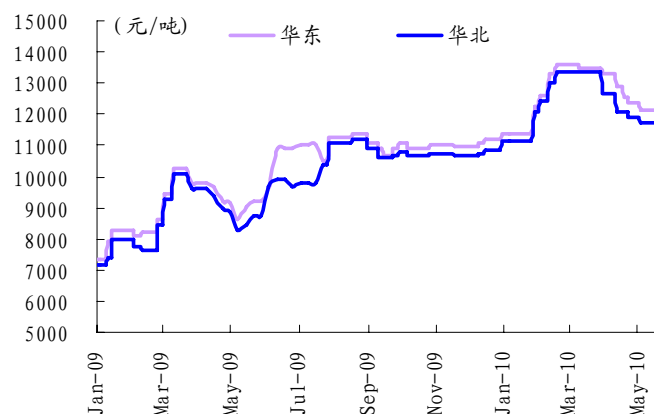
投资建议: 在产能过剩的背景下,并购重组将成为农药行业未来的发展趋势,行业中的优势大型企业不仅可以在行业整合政策扶持中通过并购重组获得市场份额的扩大,也可以通过自身技术优势、规模优势、环保优势继续在高效、低毒、环保等产品结构调整中发展而壮大。看好以技术、产品、销售等居先的优势公司联化科技、利尔化学、诺普信。

3.3. 聚氨酯

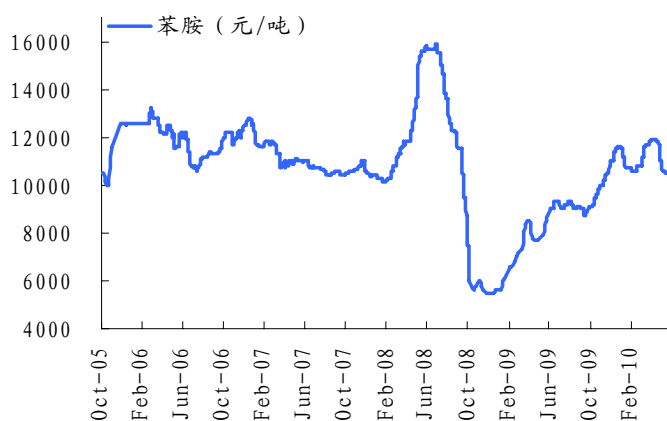
国内 MDI 价格



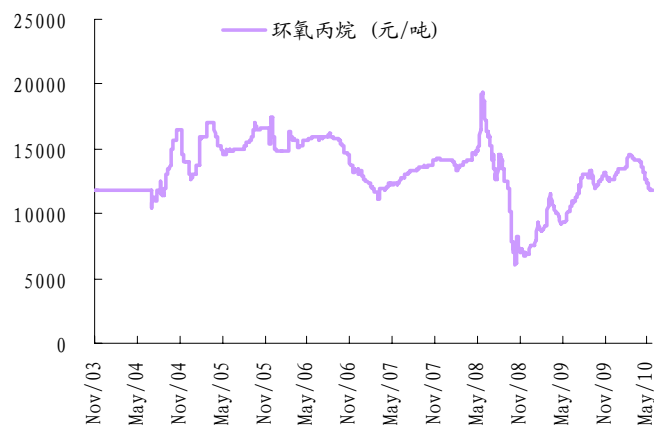
国内硬泡聚醚价格



国内苯胺价格

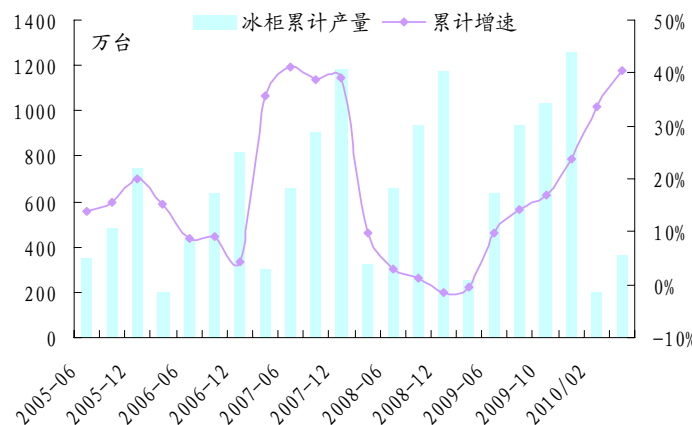
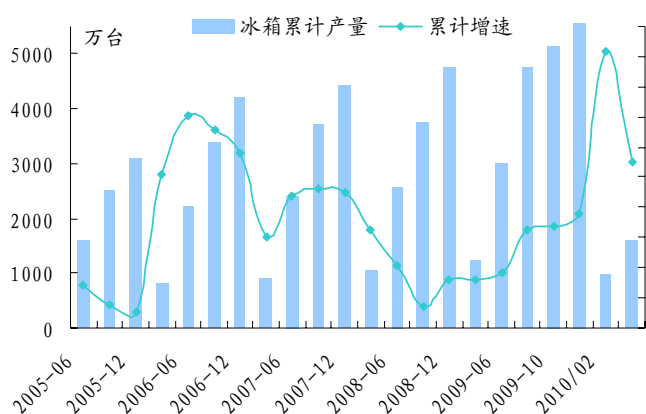


国内环氧丙烷价格



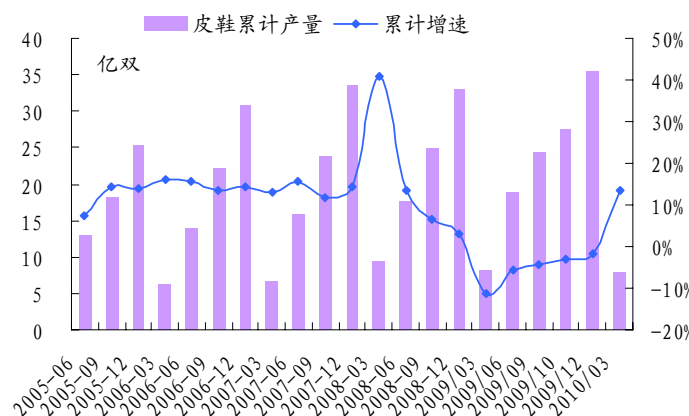
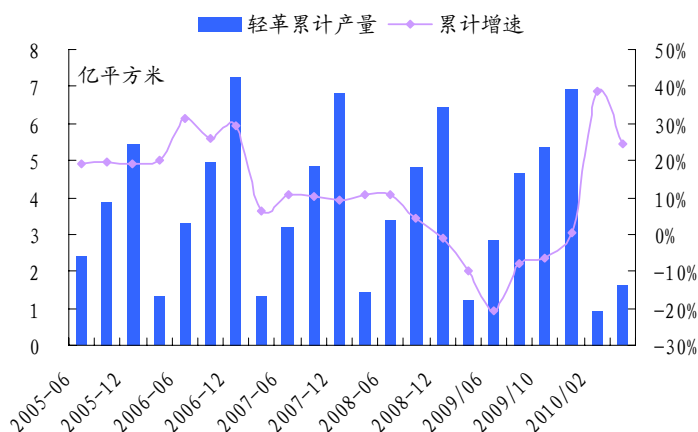
我国冰箱产量及增速

我国冰柜产量及增速



我国轻革产量及增速

我国皮鞋产量及增速



资料来源：WIND、国泰君安证券

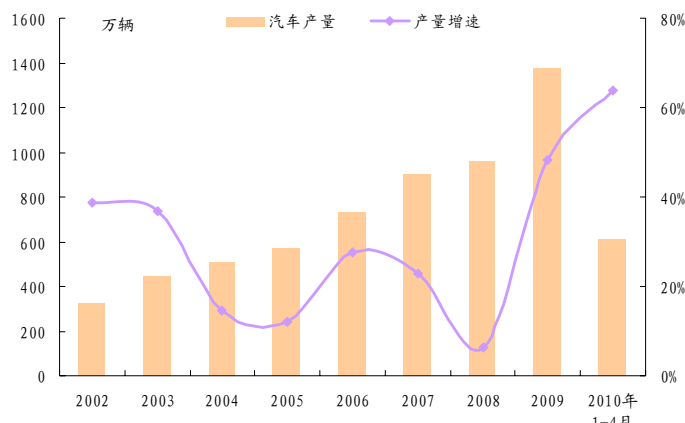
受益于汽车、家电等行业消费优惠政策延续，冰箱及冷柜销量连续四个季度维持在高位，聚合 MDI 产量释放得到有效支撑。受欧债危机影响，纺织、制鞋等行业增速较冰箱、冷柜等行业慢，纯 MDI 消费增长与聚合 MDI 消费增长差距拉大。在 MDI 新型消费市场建筑节能方面，我国总社会能耗中，建筑能耗占比高达 47.24%，随着快速发展、一次性能源日益紧缺的背景下，建筑节能必然受到重视，必然会成为政府重点投资方向。

2010 年 1-4 月纯 MDI 累计进口 4.5 吨，同比增长 66.8%；聚合 MDI 累计进口 12.5 吨，同比增长 116.2%。当期 MDI 市场价格较第一季度有所下滑，外盘的下调及下游需求的不高是导致目前市场持续走跌的主要影响因素。截止至五月底，华东市场聚合 MDI 价格在 16000 元/吨左右，纯 MDI 价格在 18000 元/吨左右。2009 年 MDI 消费量约 105 万吨增长 18%；我们预计 2010 年 MDI 消费量增速将在 10%之上，消费规模将达到 120 万吨左右。今年下半年，烟台万华宁波二期 30 万吨 MDI 项目将逐步供应市场，MDI 价格将以平稳为主，三季度维持目前水平，四季度淡季来临小幅回落。

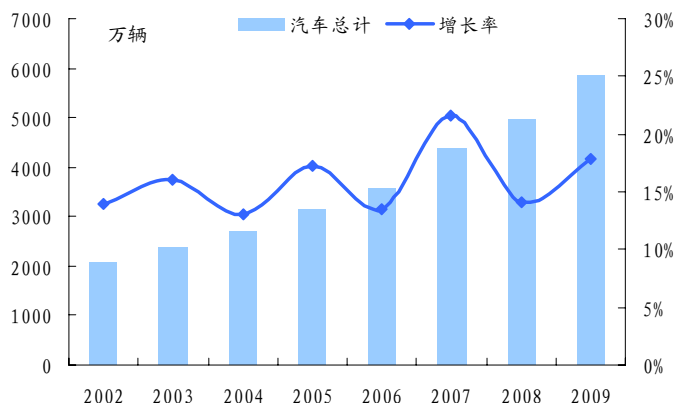
投资建议：烟台万华宁波二期 30 万吨 MDI 项目支撑公司 2011、2012 年产销增长，由于该项目配套 36 万吨苯胺产能，吨 MDI 成本相比外购苯胺下降 1264 元，盈利能力显著增强，建议增持。红宝丽产品销售继续保持增长，一季度原材料涨价影响盈利，二季度原材料价格回落，公司核心竞争力未发生变化，建议 15 元以下买入。

3.4. 炭黑

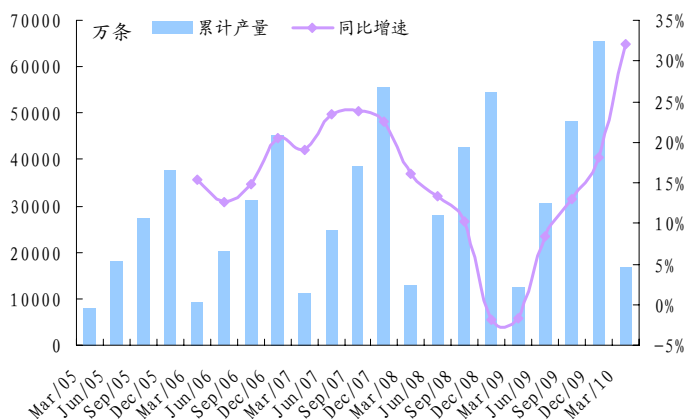
2002 年以来我国汽车产量及增速



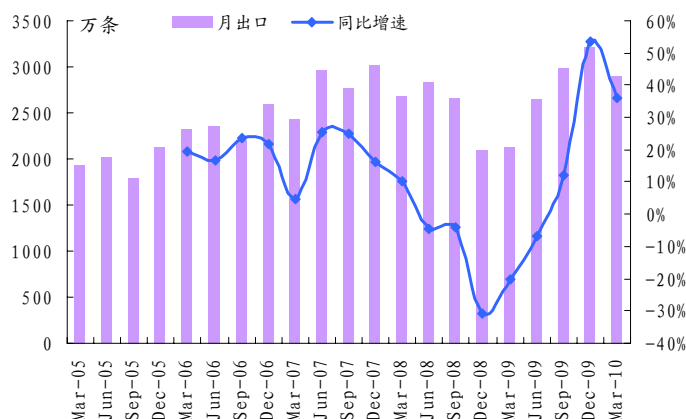
2002 年以来我国社会汽车保有量



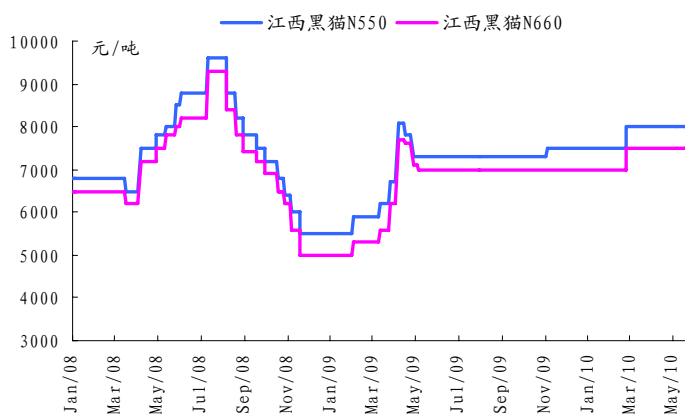
2005 年以来我国轮胎月度产量及增速



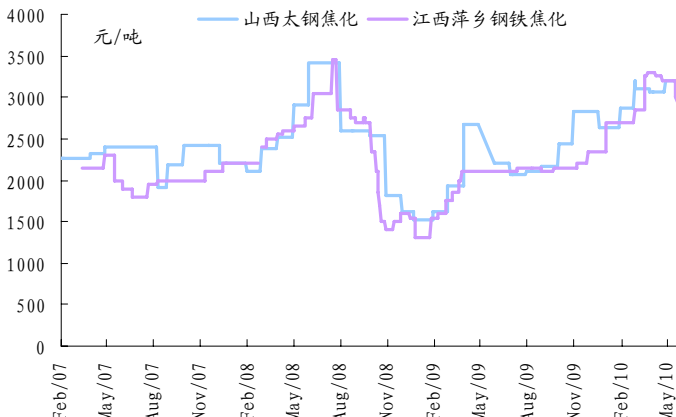
2005 年以来我国轮胎月度出口量及增速



2008 年以来江西黑猫炭黑价格



2007 年以来部分地区煤焦油价格



资料来源：WIND、百川资讯、国泰君安证券

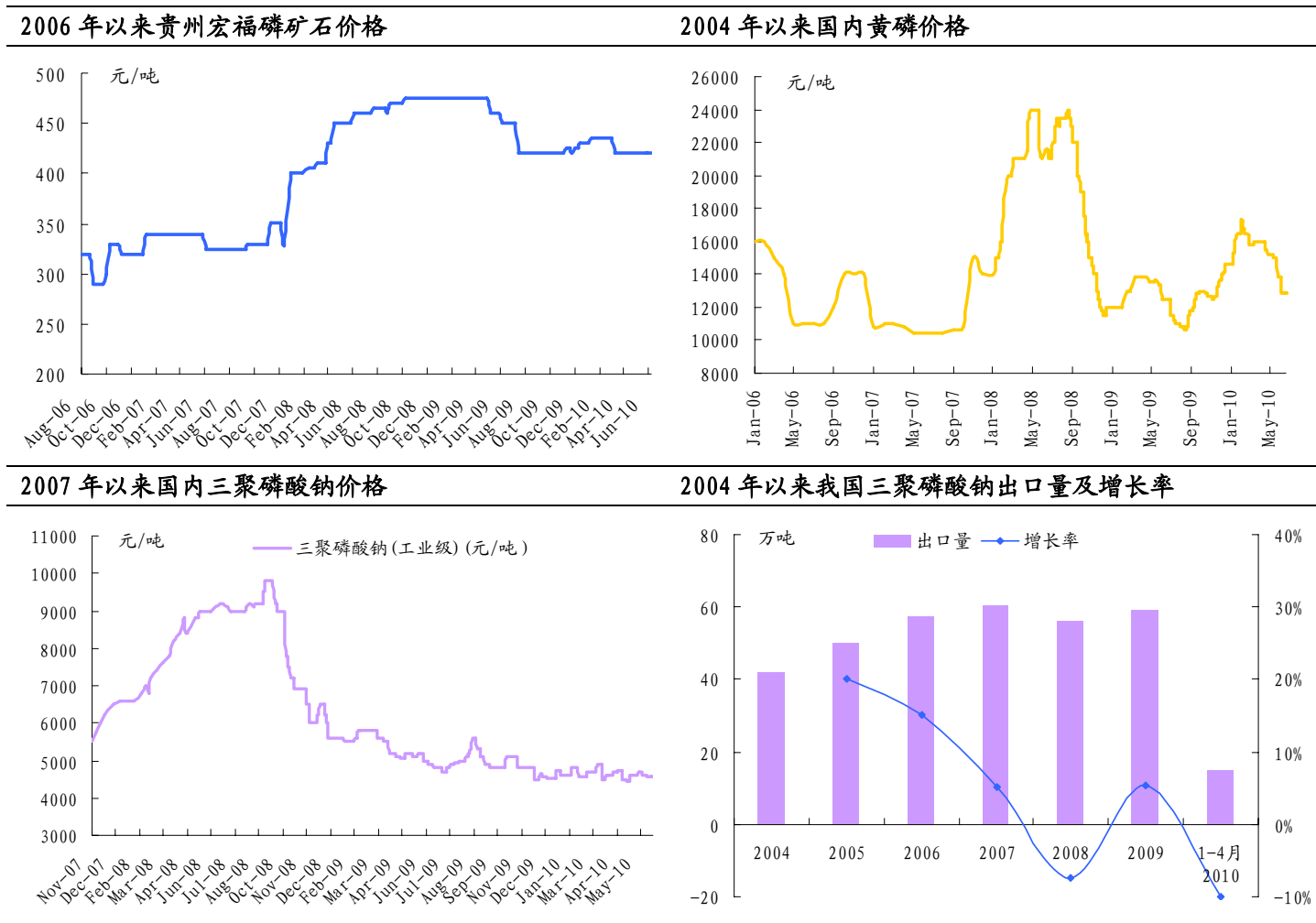
2010 年 1-4 月我国轮胎产量 24201 万条，同比增长 34.7%，出口 10871.6 万条，同比增长 33.7%，轮胎出口受欧洲危机影响很小；1-4 月份我国汽车产量 611.83 万辆，同比增长 63.8%。我们汽车行业预测今年我国汽车销量同比增长 17% 达到 1600 万辆，受益于国家对汽车行业的政策支持，我国轮胎和汽车的产量大幅增长，对炭黑的需求维持旺盛。

受钢铁低迷影响，国内焦炭开工率较低，煤焦油相对紧张，年初以来煤焦油

价格持续上涨，炭黑盈利能力相比 2009 年下半年有所回落。煤焦油价格今日有小幅回落，但钢铁行业低迷难以有效增加煤焦油供给，炭黑盈利能力短期难有显著的改善。

投资建议：短期继续回避炭黑类股票，待煤焦油价格回落，炭黑盈利能力恢复时买入优质公司。黑猫股份是国内炭黑龙头，未来三年产能快速扩张，具备布局、品牌优势，投资需等待煤焦油价格回落。

3.5. 磷化工



资料来源：石化协会、百川资讯、国泰君安证券

我国磷矿储量丰富，目前探明储量达到 131 亿吨，其中高品位磷矿的储量 11 亿吨左右。目前我国磷肥、磷化工企业每年磷矿使用量在 5000 万吨左右，其中大部分是高品位磷矿，随着高品位磷矿大量被开采，企业对磷矿资源控制将越来越显示其重要性。

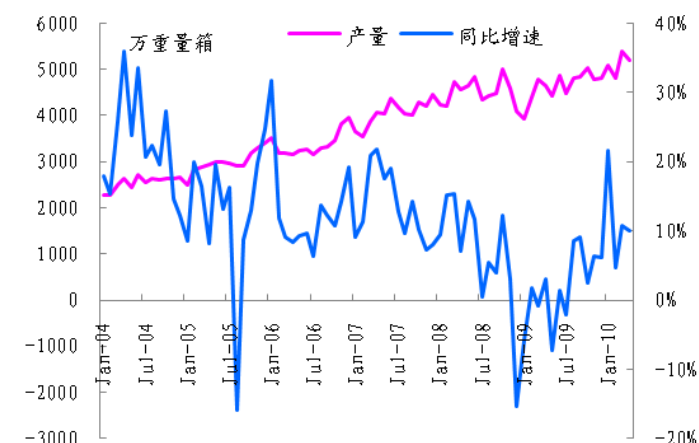
2010 年 1-5 月，磷矿石和黄磷价格市场基本呈现下跌趋势，成交量萎靡，各地区磷化工企业开工率普遍偏低。西南干旱缓解，丰水期来临，黄磷价格下滑，西南地区黄磷价格已跌入 13000 元/吨，带动磷酸盐价格下滑。磷矿石价格相对平稳，贵州宏福 30%磷矿石价格在 420 元/吨左右，但销售情况并不十分顺畅。三季度为丰水期，黄磷生产旺季，但下游需求平淡，磷化工品价格预计维持低迷，10 月份后进入枯水期，黄磷价格淡季将上涨。由于

国内磷化工技术含量不高，产能过剩，加工利润微薄，因此磷矿和水电资源依然是衡量磷化工企业价格的根基。

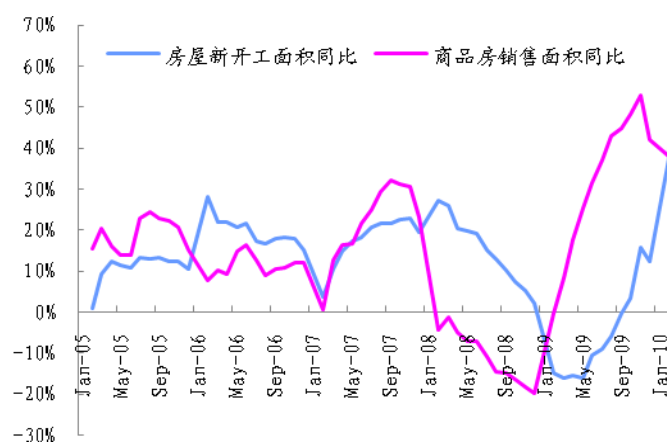
投资建议：三季度磷化工淡季，产品价格低迷，回避磷化工股票，四季度进入枯水期，可投资磷化工，个股选择拥有优质磷矿、水电资源的兴发集团。

3.6. 纯碱

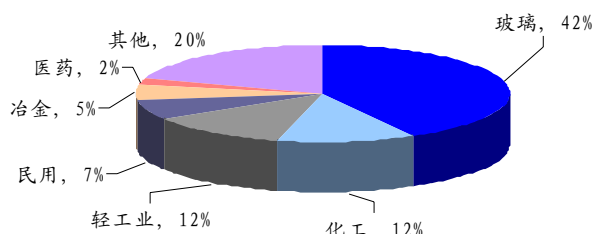
2004 年来玻璃月产量及同比增速



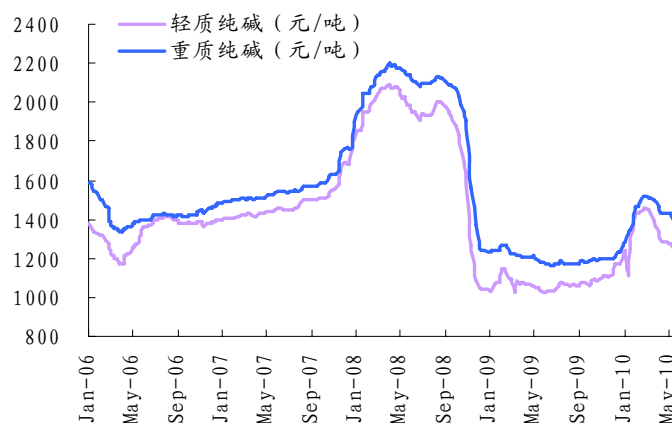
房地产新屋开工面积和商品房销售面积增速



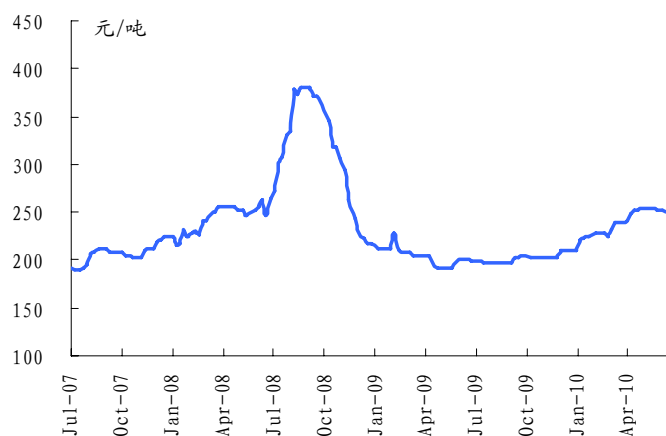
我国纯碱下游消费构成



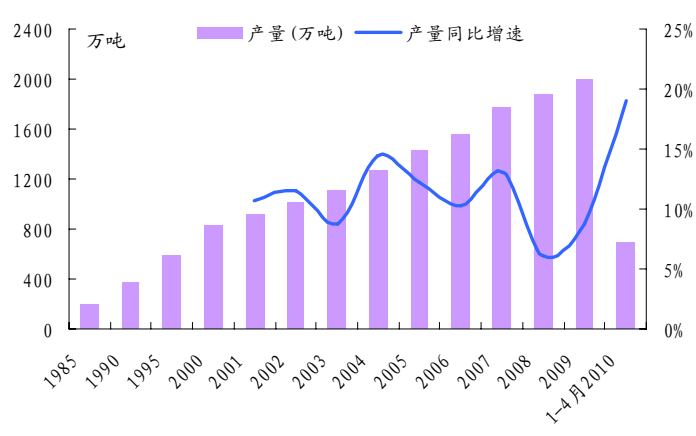
2006 年以来我国纯碱价格



国内原盐价格



我国纯碱产量及增速



资料来源：中国资讯网、化工在线、石化工业协会、国泰君安证券

纯碱的下游消费市场，玻璃占据近 42% 的份额，而玻璃的下游主要是房地产

和汽车行业，因此，纯碱行情受汽车、房地产行情影响。1-4月国内新屋开工面积同比增长64.1%，维持前期上涨趋势，但上涨速度有所放缓。1-4月我国汽车产量611.83万辆，同比增长63.81%。在房地产、汽车拉动下，1-3月纯碱价格大幅上涨。4月份后，下游需求疲软，库存压力，纯碱价格大幅下跌。目前，轻质纯碱价格在1250元左右，重质纯碱价格在1400元左右。受天然气、煤炭等原材料价格的上涨，纯碱生产成本增加，短期内纯碱价格有上涨趋势。但下半年地产受制于政策，汽车销售增速放缓，国内纯碱新产能释放，行业供需面不容乐观，纯碱行业难以改变微利状况。

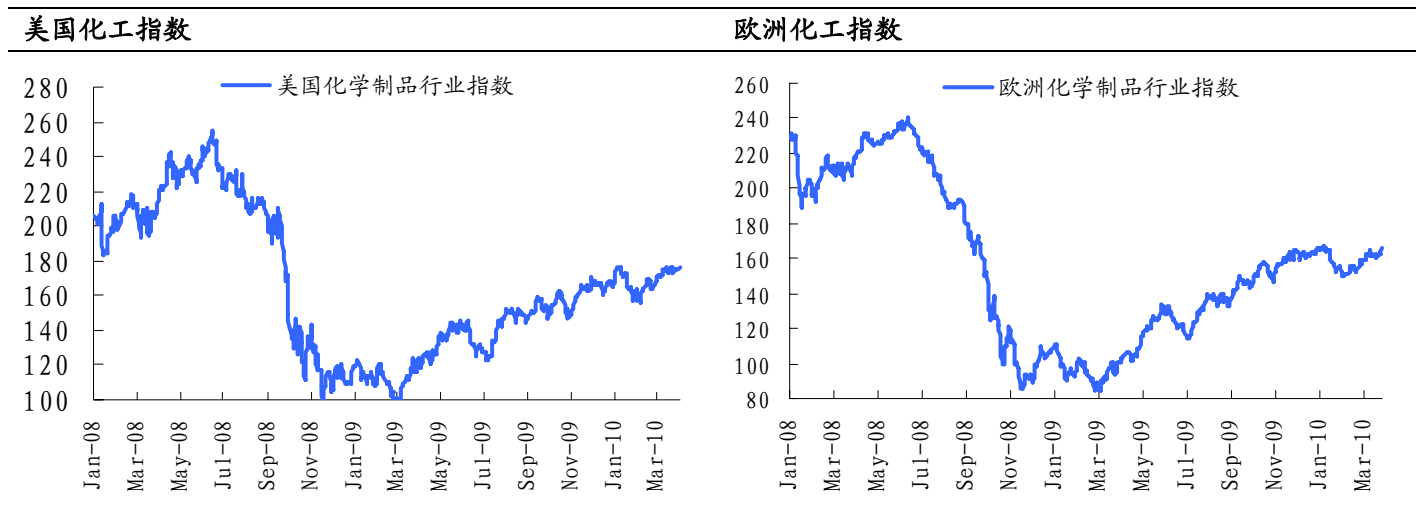
投资建议：纯碱行业年内难改低迷状态，“中性”评级。

附表 1: 重点公司和关注公司业绩预测

股价	09EPS	10EEPS	11EEPS	09	10E	11E	投资建议	
2010/6/19	(元)	(元)	(元)	PE	PE	PE		
重点公司	EPS	EPS	EPS					
盐湖钾肥 (000792)	40.73	1.6	1.98	2.31	25.5	20.6	17.6	谨慎增持
烟台万华 (600309)	17.62	0.64	0.9	1.28	27.5	19.6	13.8	增持
兴发集团 (600141)	16.46	0.53	0.73	0.87	31.1	22.5	18.9	谨慎增持
江苏国泰 (002091)	25.41	0.49	0.61	0.72	51.9	41.7	35.3	谨慎增持
云天化 (600096)	17.19	0.13	0.62	0.77	132.2	27.7	22.3	中性
新安股份 (600596)	12.88	0.45	0.46	0.61	28.6	28.0	21.1	谨慎增持
华鲁恒升 (600426)	13.71	0.76	0.68	0.81	18.0	20.2	16.9	中性
金发科技 (600143)	8.14	0.16	0.34	0.42	50.9	23.9	19.4	谨慎增持
红宝丽 (002165)	16.78	0.39	0.49	0.63	43.0	34.2	26.6	谨慎增持
浙江龙盛 (600352)	10.47	0.5	0.7	0.85	20.9	15.0	12.3	增持
联化科技(002250)	28.50	0.5	0.85	1.08	57.0	33.5	26.4	谨慎增持
诺普信 (002215)	29.00	0.68	0.83	1.11	42.6	34.9	26.1	中性
利尔化学 (002258)	17.72	0.5	0.74	1.01	35.4	23.9	17.5	谨慎增持
鼎龙股份 (300054)	50.40	0.65	0.82	1.35	78	61	37	谨慎增持
回天胶业 (300041)	56.31	0.77	1.16	1.57	73	49	36	谨慎增持

数据来源: 国泰君安证券

附图 2: 国际化工指数



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

附表 3: 国际化工公司估值比较

公司名称	国家	股价 (09-9-23)	09PE	10PE	PB	EV/EBITDA	ROE (%)
(国际)							
聚氨酯							
Bayer AG	德国	48.38	11.58	10.43	2.02	6.99	15.88
BASF AG	德国	46.37	11.67	10.52	2.27	5.74	18.55
Dow Chemical Co	美国	27.00	15.60	10.47	1.75	7.66	11.70
Huntsman Corporation	美国	9.66	47.82	11.45	—	7.29	—
平均值		32.85	21.67	10.72	2.01	6.92	15.38

化肥

Potashcorp	加拿大	101.46	18.50	13.11	3.64	12.39	23.21
Agrium	加拿大	53.17	11.47	9.15	1.60	7.16	14.75
Mosaic	美国	43.46	22.30	11.49	2.19	11.04	9.74
Bunge	巴西	53.24	9.88	9.17	0.69	7.91	7.94

平均值		62.83	15.54	10.73	2.03	9.63	13.91
-----	--	-------	-------	-------	------	------	-------

有机氟

Daikin Industries Ltd	日本	2960.00	21.96	15.59	1.65	9.69	7.99
Asahi Glass Co Ltd	日本	936.00	9.49	8.84	1.30	5.04	15.01
Solvay SA	比利时	74.71	25.65	18.96	0.98	4.91	12.10

平均值		1323.57	19.03	14.46	1.31	6.55	11.70
-----	--	---------	-------	-------	------	------	-------

有机硅

Shin-etsu Chemicals	日本	4795.00	18.59	15.61	1.36	7.45	7.49
Rhodia SA	法国	14.98	8.01	6.45	-2.65	3.56	-25.77

平均值		2404.99	13.30	11.03	-0.64	5.51	-9.14
-----	--	---------	-------	-------	-------	------	-------

精细化工

Cabot Corp	美国	28.15	12.21	11.34	1.46	5.44	11.09
Clariant Corporation	瑞士	14.87	12.11	9.11	1.79	5.27	9.94
DSM	荷兰	34.60	12.80	11.41	1.09	6.55	8.71
PPG Industries	美国	66.66	15.53	14.02	2.75	7.48	18.00
Toyo Ink	日本	381.00	15.58	13.39	-	-	5.20

平均值		105.06	13.65	11.85	1.77	6.18	10.59
-----	--	--------	-------	-------	------	------	-------

环氧树脂

Nanya Technology Corp	台湾	26.70	19.33	6.88	2.31	7.80	-15.49
Mitsui Chemicals Inc	日本	272.00	12.34	13.95	0.69	6.83	6.14
Sunoco Inc	美国	35.01	28.26	15.42	1.48	8.03	5.15

平均值		111.24	19.98	12.08	1.49	7.56	-1.40
-----	--	--------	-------	-------	------	------	-------

轮胎

Continental Tire	德国	44.51	12.83	9.24	1.68	5.67	13.08
Michelin	法国	60.17	13.03	9.85	1.51	5.48	11.79
GOODYEAR	美国	11.99	55.25	8.08	4.06	5.06	-2.59
PIRELLI	意大利	0.48	15.08	11.77	1.13	7.26	6.49
Cooper	美国	20.69	8.88	8.40	2.51	3.96	31.58
Bridgestone	日本	1496.00	20.83	14.51	1.01	5.96	5.27

平均值		272.31	20.98	10.31	1.98	5.56	10.94
-----	--	--------	-------	-------	------	------	-------

资料来源: Bloomberg、国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		