

2010-11-10

证券研究报告

行业研究 / 深度研究

化工

增持/维持评级

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:s1000208110160

(0755)8249 3656

xiaohui@lhq.com

联系人

陈小鹭

(0755)8212 5084

chenxiaolu@lhq.com

肖洁

(0755)8236 8532

xiaojie@lhq.com

赵森

(0755)8236 8536

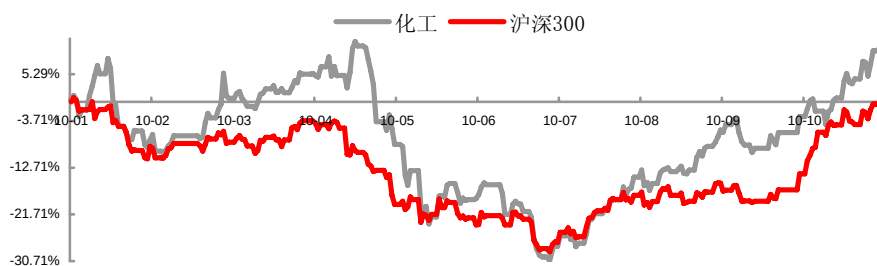
zhaosen@lhq.com

产品涨价 需求向好

化工行业 2010 年 10 月回顾

- 10 月在需求转好和国内节能减排作用下, 我们跟踪的化工产品价格均有上涨, 企业盈利能力有提高。
- 10 月全球农产品牛市依旧, 带动国际、国内化肥价格上涨。国际氮肥涨幅最大, 美洲湾涨 20%, 二铵涨 5 美元至 575 美元/吨, 钾肥国际报价上调。北美 9 月末钾肥、二铵、一铵、尿素分别低于五年平均 17%、25%、34%和 22%, 除二铵较环比增 5.5 万吨外, 钾肥、一铵、尿素环比降 35、3.3 和 1.2 万吨。
- 国内化肥出口高位拉动价格上涨。9 月磷铵出口 72 万吨, 前 9 个月共 300 万吨, 同比增 74%; 尿素出口 120 万吨, 同比增 50%, 前 9 月累计同比增 66%。10 月二铵上涨近 300 元/吨, 云贵报价达 3200 元/吨; 尿素扣除出口后净产量降 31%, 北方主流报价达 2000 元/吨, 为 09 年 Q4 最高水平。
- 随着 11 月份淡储启动和出口旺盛, 我们预计 Q4 国内化肥价格将保持高位。且由于出口导致库存紧张, 预计国内价格坚挺将持续到 11 年 2 月春。建议关注湖北宜化、兴发集团、云天化。
- 纯碱、氯碱行业受节能减排影响价格超预期大幅上涨。三友、双环、海化纯碱未受影响, 出厂价达 2500-2800 元/吨, 我们估算单月毛利在 50%以上。我们认为受限电及纯碱氯碱联动的影响, 烧碱价格将涨至 3500-4000 元/吨。节能减排带来电石供给不足, 一体化 PVC 企业将受益。
- 纯 MDI 走出淡季, 10 月环比涨 16%至 23000 元/吨, 烟台万华挂牌价涨 2000 元/吨, 至 21200 元/吨。纯 MDI 盈利能力增强。在下游需求恢复及节能减排作用下, 纯 MDI 在 24000-25000 元/吨水平可持续。关注行业龙头烟台万华的投资机会。
- 风险因素: 受天气等影响, 化肥需求和价格大幅下降; 国家出台严厉关税

最近 52 周行业表现



目 录

磷化工：磷肥需求良好，精细磷化工景气将持续	5
磷铵需求良好，出口势头不减.....	5
黄磷价格小幅回落，不改向好趋势	5
国内矿石涨价预期.....	5
投资建议	5
氮肥行业：出口拉动，价格持续上涨.....	12
纯碱——价格大幅超预期上涨.....	15
氯碱——电石难求，一体化企业受益.....	20
纯 MDI 走出淡季，盈利增强	25

图表目录

图 1:	9 月国际磷铵价格处于上升通道.....	6
图 2:	国际磷铵库存低于 5 年平均水平.....	6
图 3:	国际一铵库存持续下降.....	6
图 4:	国际磷矿石价格今年持续上涨.....	7
图 5:	国内二铵价格稳步上涨.....	7
图 6:	国内一铵价格小幅上涨.....	7
图 7:	中国硫磺到岸价稳定, 印度小幅上涨.....	8
图 8:	磷铵产量保持高位, 出口高位致表观销量降低.....	8
图 9:	7 月二铵净出口 75 万吨, 再创新高.....	8
图 10:	8 月黄磷价格丰水期上涨.....	9
图 11:	三聚磷酸钠成本推动价格上涨.....	9
图 12:	黄磷产量持续上升.....	9
图 13:	三聚磷酸钠出口回升.....	10
图 14:	食品级磷酸出口环比回落.....	10
图 15:	磷矿石价格稳定.....	10
图 16:	磷矿石产量仍处高位.....	11
图 17:	国内尿素价格大幅上涨达到 09 年高位.....	12
图 18:	国际尿素价格大幅上涨.....	13
图 19:	尿素开工率持续下降 (统计数据虚高, 主要看趋势).....	13
图 20:	尿素开工率持续下降 (统计数据虚高, 主要看趋势).....	13
图 21:	轻质碱价格大幅上涨.....	15
图 22:	重质碱价格大幅上涨.....	16
图 23:	纯碱表观消费量大幅下滑.....	16
图 24:	纯碱开工率不足 80%.....	16
图 25:	纯碱出口低位稳定.....	17
图 26:	纯碱 4 季度旺季, 月均产量最高.....	17
图 27:	新开工面积同比增速略有下滑.....	17
图 28:	玻璃产量稳定增长.....	18
图 29:	玻璃库存处于较低水平.....	18
图 30:	氧化铝同比增速下滑.....	18
图 31:	合成洗涤剂行业复苏缓慢.....	19
图 32:	国际 PVC 价格基本稳定.....	21
图 33:	国内 PVC 价格走高.....	21
图 34:	新开工面积同比增速略有下滑.....	21
图 35:	PVC 产量环比略有下滑.....	22
图 36:	PVC 表观消费量维持同比 15% 的增速.....	22
图 37:	对外依存度回升至 20%.....	22
图 38:	电石产量大幅下滑.....	23
图 39:	烧碱价格超预期上涨.....	23
图 40:	烧碱产量大幅下滑.....	23
图 41:	氧化铝同比增速下滑.....	24

图 42: 机制纸行业缓慢复苏	24
图 43: 烟台万华上调纯 MDI 挂牌价 2000 元/吨	25
图 44: 烟台万华上调聚合 MDI 挂牌价 800 元/吨	26
图 45: 10 月 MDI 交易价格大幅上涨	26
图 46: 10 月苯胺价格小幅上涨	26
图 47: 10 月纯 MDI 盈利能力恢复到 09 年平均水平	27

表格 1、磷化工上市公司盈利预测(11 月 2 日股价)	11
表格 2、氮肥公司产能及毛利率	14
表格 3、国内化肥相关公司估值(10 月 28 日收盘价计算)	14
表格 4、纯碱消费预测	19
表格 5、纯碱上市公司(11 月 5 日收盘价)	19
表格 6、氯碱上市公司敏感性	24
表格 7、氯碱上市公司估值(11 月 5 日股价)	24

磷化工：磷肥需求良好，精细磷化工景气将持续

磷铵需求良好，出口势头不减

9月国内磷铵产量202万吨，历史新高。但由于国际磷铵需求旺盛，国内出口连续高位，导致国内磷铵10月供给仍紧张，价格上涨。贵州瓮福10月二铵上涨近300元/吨，报价达3200元/吨，云南富瑞3250元/吨。

9月末北美二铵库存小幅回升，仍低于5年平均25%，一铵则持续下降。国际价格处上升通道，10月美洲湾二铵离岸价涨5美元至575美元/吨，中国二铵FOB涨10美元至540美元/吨。

国内原料硫酸和液氨分别上涨27%和11%，液氨3100元/吨，近两年最高点。9-11月为生产、销售旺季，我们预计液氨、硫酸价格还将上涨。

9月国内二铵出口52万吨，一铵20万吨，高关税条件下仍处高位，前9个月出口同比增长74%。10月15日出口关税降低至7%，据中商网统计，四季度中国已有100万吨左右磷铵出口合同，国际、国内磷铵需求旺盛，可带动国内精细磷化工行业景气。

黄磷价格小幅回落，不改向好趋势

10月黄磷价格高位回落，湖北、云南跌3%-6%，云南15000元/吨、湖北16000元/吨。自6月丰水期涨价，各地已累计上涨3500-4000元/吨，涨幅30%左右。我们认为，节能减排限电政策措施未如预期般严厉，是此次价格下跌的原因。随着枯水期来临，云南等地黄磷企业将陆续停产，国内黄磷供给下降且成本提高，黄磷价格上涨趋势不变。

黄磷成本降低，10月工业级磷酸跌100-300元/吨，三聚磷酸钠价格基本稳定。9月三聚磷酸钠出口环比小增5%，至3.5万吨，基本恢复至正常水平。食品级磷酸出口4.2万吨，同比、环比虽小降，但仍属高位。

国内精细磷化工出口无关税，受益于国际磷铵旺盛需求，成本优势体现，精细磷化工景气可持续。

国内矿石涨价预期

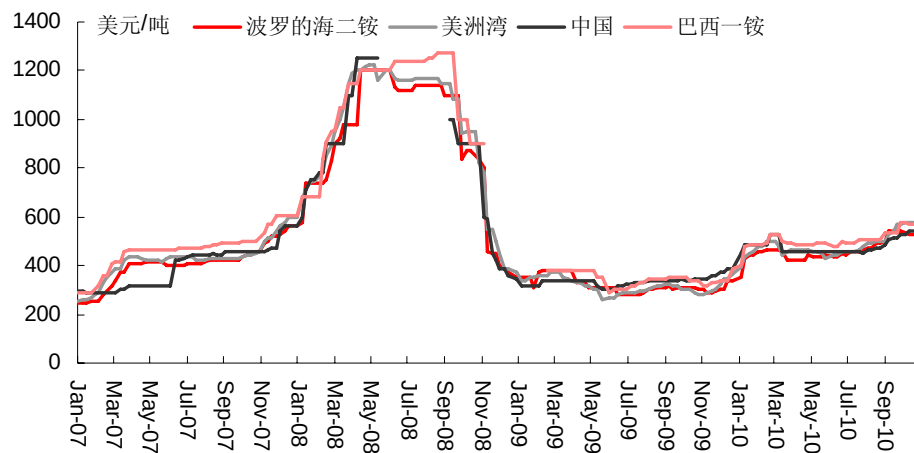
由于今年磷肥需求旺盛，国内矿石产量持续高位，9月567万吨，同比小降，环比则再增6%。四川等地因天气等自然因素，矿石已小涨10-15元/吨。磷肥产量连创新高，需求旺盛，矿石供给紧张情况或将出现，我们预计国内磷矿石尚有5-10元/吨的上涨空间。

投资建议

在农产品中长期牛市的背景下，全球磷化工行业将在未来2-3年仍然保持较高开工率。国际、国内磷铵需求旺盛，带动国内磷铵价格上涨，我们看好磷肥行业，维持磷肥行业“增持”评级。国际磷铵需求良好，带动国内精细磷化工行业需求好转。随着丰水期结束，黄磷产量将逐渐减少，价格将持续走高，维持精细磷化工行业“增持”评级。

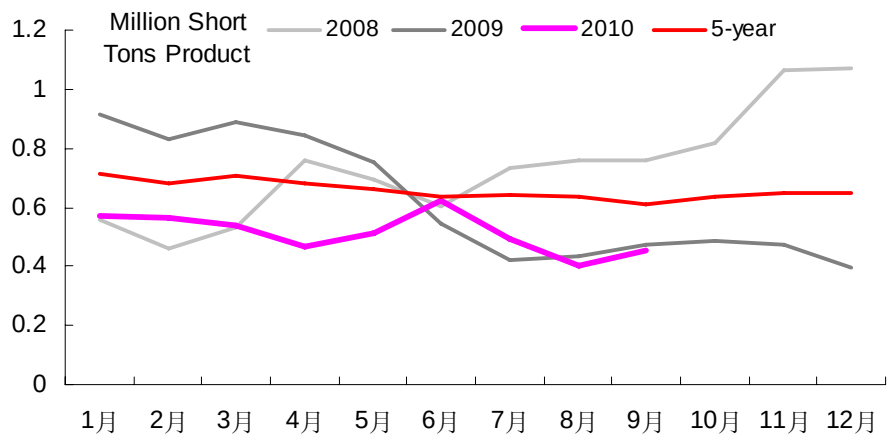
持续推荐兴发集团，矿石资源为公司提供业绩保障，维持公司“增持”评级。

图 1：9 月国际磷铵价格处于上升通道



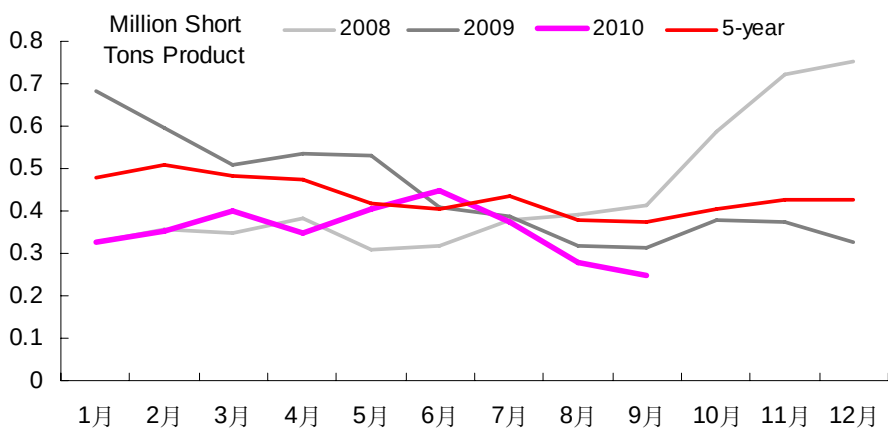
资料来源：Bloomberg、华泰联合证券研究所

图 2：国际磷铵库存低于 5 年平均水平



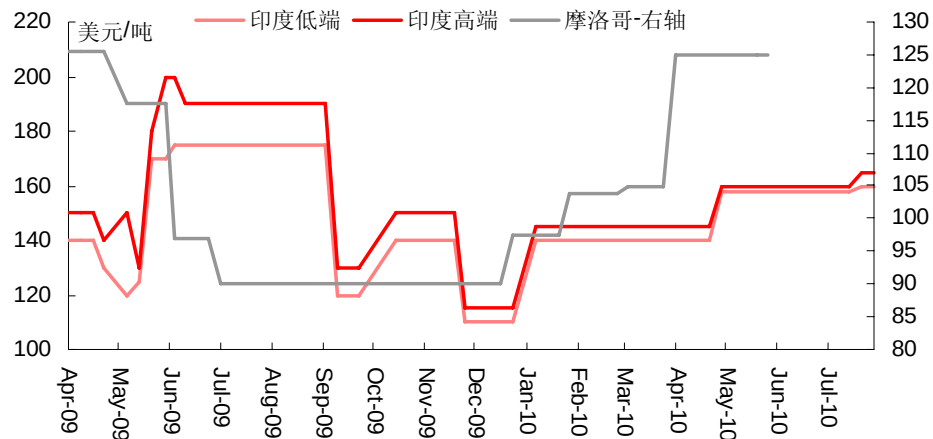
资料来源：POT 华泰联合证券研究所

图 3：国际一铵库存持续下降



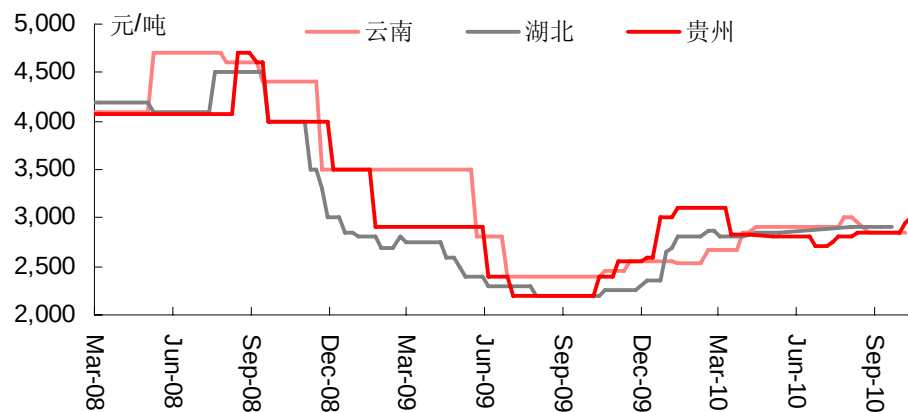
资料来源：Bloomberg、华泰联合证券研究所

图 4：国际磷矿石价格今年持续上涨



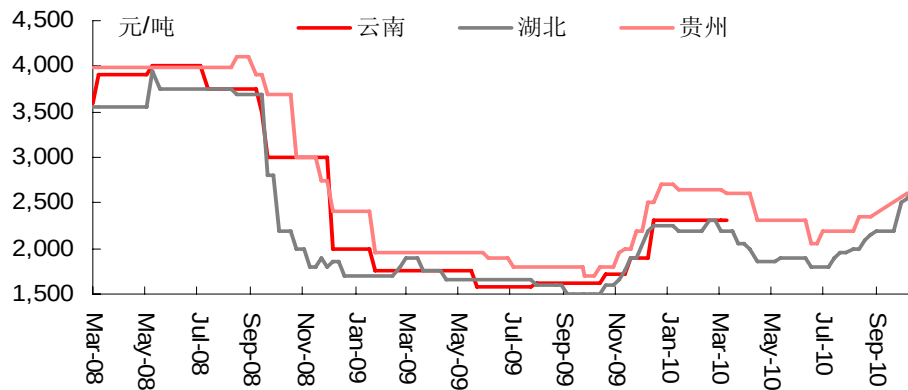
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 5：国内二铵价格稳步上涨



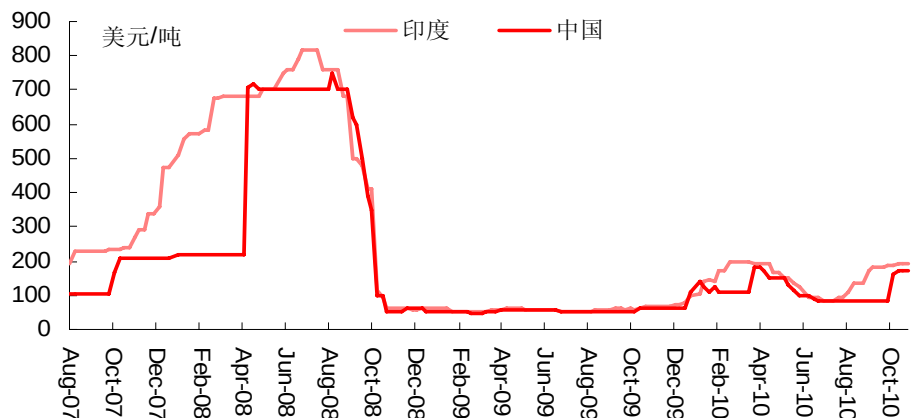
资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 6：国内一铵价格小幅上涨



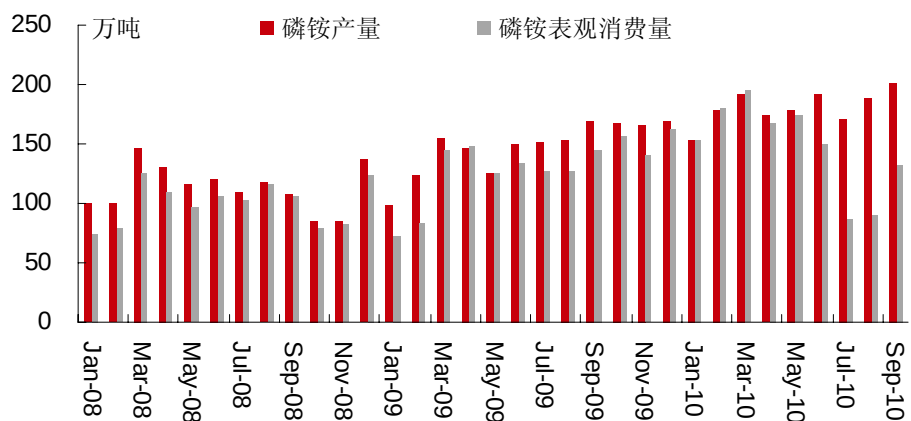
资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 7：中国硫磺到岸价稳定，印度小幅上涨



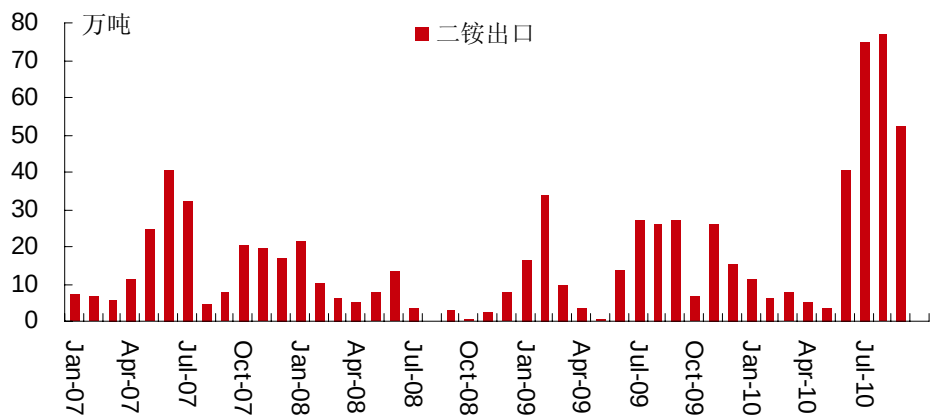
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 8：磷铵产量保持高位，出口高位致表观销量降低



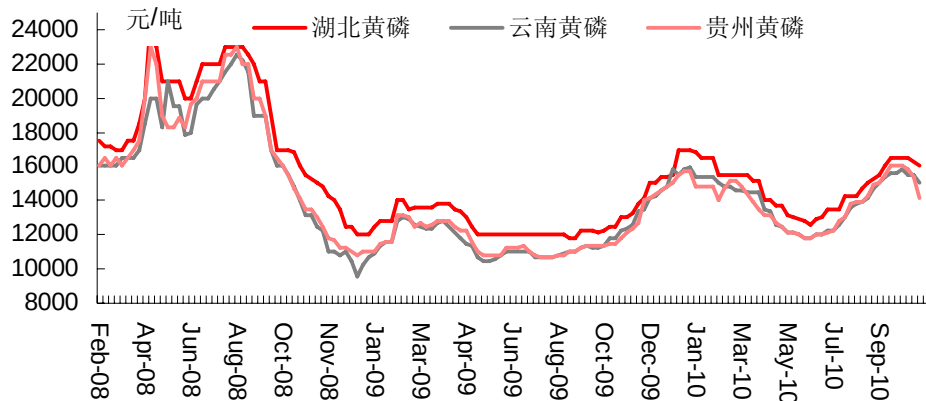
资料来源：石油化工行业协会，华泰联合证券研究所

图 9：7 月二铵净出口 75 万吨，再创新高



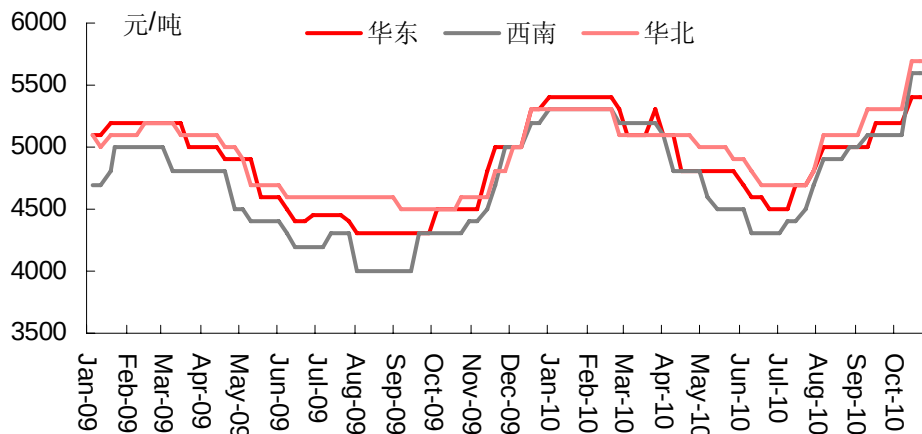
资料来源：石油化工行业协会，华泰联合证券研究所

图 10: 8 月黄磷价格丰水期上涨



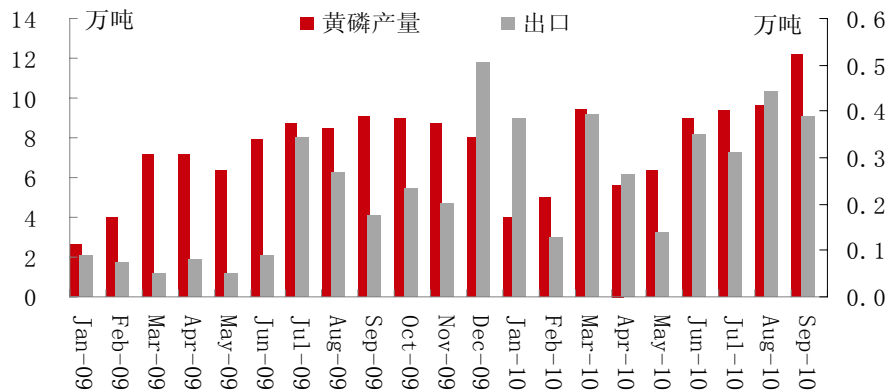
资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

图 11: 三聚磷酸钠成本推动价格上涨



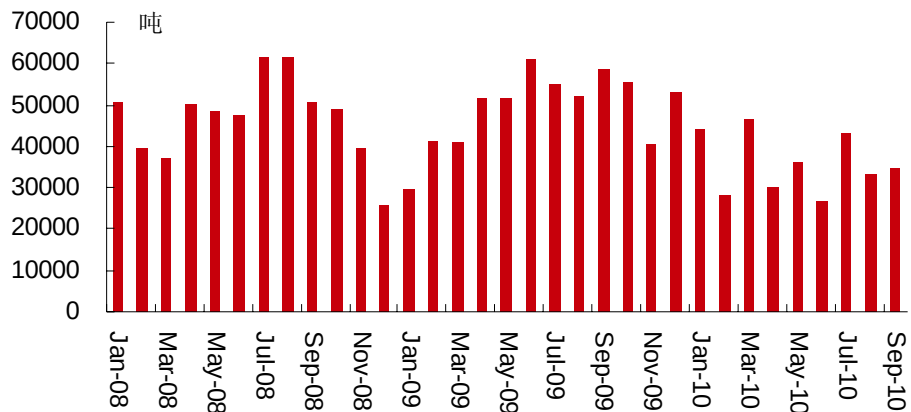
资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

图 12: 黄磷产量持续上升



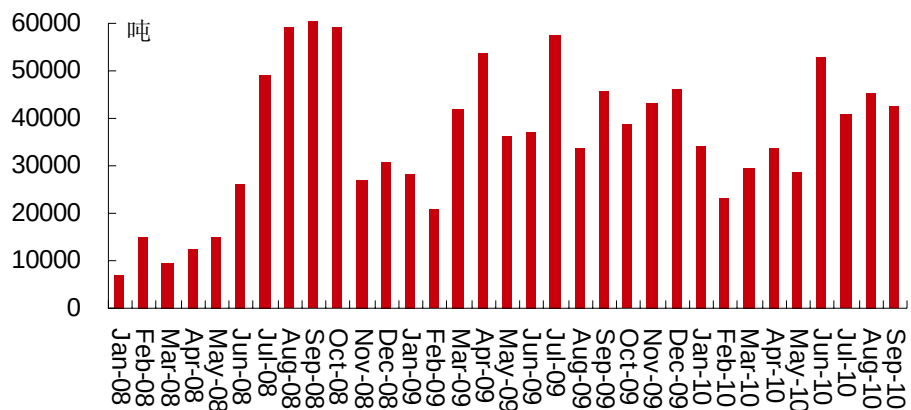
资料来源: 石油化工行业协会, 华泰联合证券研究所

图 13: 三聚磷酸钠出口回升



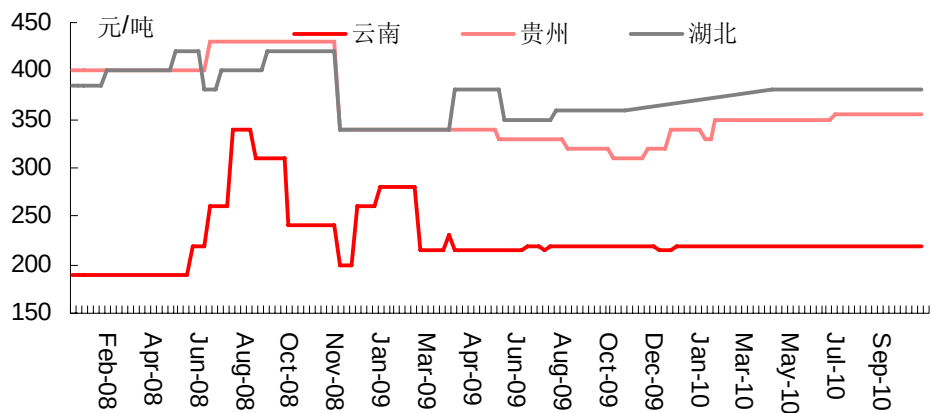
资料来源: 石油化工行业协会, 华泰联合证券研究所

图 14: 食品级磷酸出口环比回落



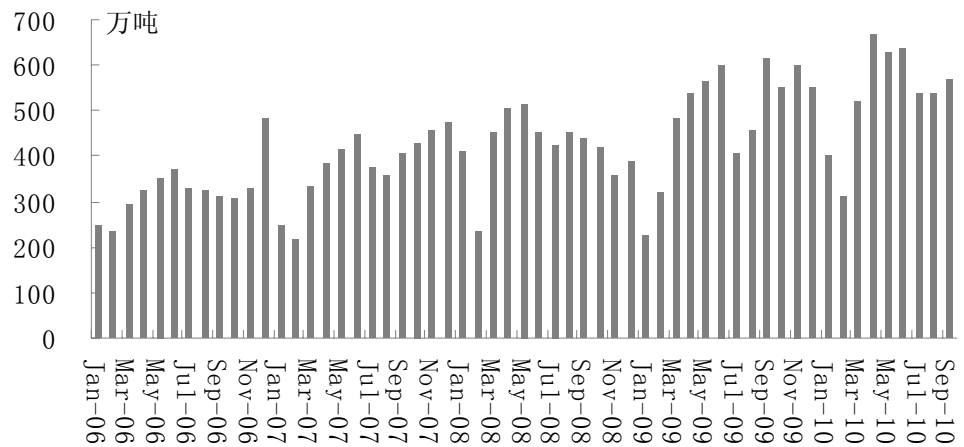
资料来源: 石油化工行业协会, 华泰联合证券研究所

图 15: 磷矿石价格稳定



资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

图 16: 磷矿石产量仍处高位



资料来源: 石油化工行业协会, 华泰联合证券研究所

表格 1、磷化工上市公司盈利预测(11月2日股价)

	股价	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB
兴发集团	26.21	0.64	0.87	40.95	30.13	5.82
澄星股份	10.41	0.27	0.27	38.56	38.56	4.32
六国化工	15.79	0.27	0.32	58.48	49.34	2.35

资料来源: wind、华泰联合证券研究所整理

氮肥行业：出口拉动，价格持续上涨

10月以来受国际农产品牛市影响，国际尿素价格继续保持上涨，美国海湾 FOB 涨至 365 美元/吨，幅度超过 20%。本次国际尿素价格背离天然气价格大幅上涨，我们认为主要原因是粮价上涨和尿素库存下降带来供需紧张。预计在国际农产品牛市背景下，国际尿素价格将保持高位。

受出口拉动和节能减排影响，国内尿素价格也持续上涨，较往年提前 3 个月。北方地区主流报价高达 2000 元/吨，已经达到 09 年四季度最高水平。

9 月以来节能减排导致山西、河北等地部分企业停产，受其影响，国内尿素行业整体开工率持续下降，据中商网统计开工率只有 70%。9 月国内尿素产量 415 万吨，同比下降 18.4%，而出口则大幅增加至 120 万吨，同比增加 50%。1-9 月国内尿素累计产量同比下降 6.5%，出口增加 66%，扣除出口后净产量下降 31%。

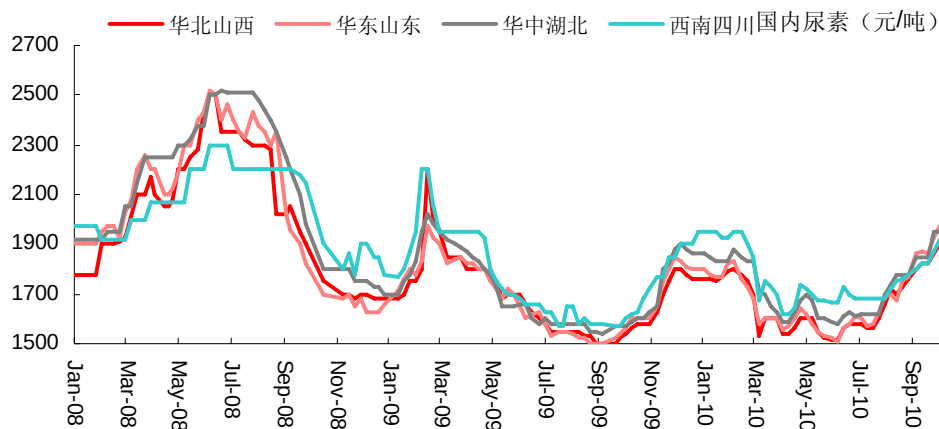
扣除中国过剩产能之后，10-11 年全球尿素产能利用率恢复至 87%，仅次 08 年最高的 90%，高于 06-09 年平均。我们认为 10/11 年度全球氮肥市场供需平衡将有所好转。11 年国际尿素供需格局好转，化肥库存处于较低水平。9 月北美氮肥产量环比下降 20%，连续 7 个月同比下降，氮肥库存低于 5 年平均水平 22%。

11 年国内化肥淡储量维持在 1600 万吨的水平，随着 11 月份国内经销商淡储需求的启动和出口的持续旺盛，我们预计四季度国内尿素市场价格将保持高位。而且由于前期出口较多导致国内经销商库存紧张，预计国内尿素价格坚挺将持续到 11 年 2 月春耕时期。

我们认为 11 年全年氮肥市场盈利水平将触底回升，维持化肥行业“增持”评级。中短期首选标的是价格上涨弹性最大和目前行业估值最低的湖北宜化。

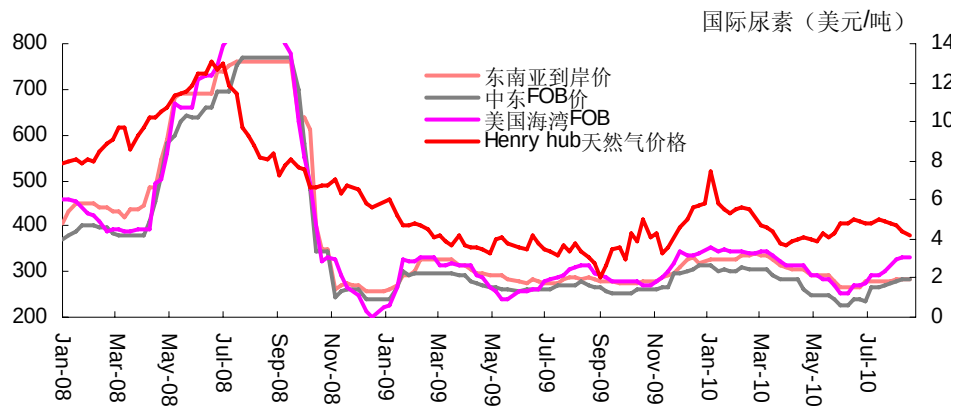
短期需关注的风险：出口关税政策变化。据我们了解磷肥行业协会还没有讨论关税问题，氮肥行业协会做出的 2011 年工作重点中，关税调整是一个重要工作，主要思路还是施肥旺季和施肥淡季实行不同的关税，只是淡旺季区分会做调整。2008 年我国出台出口关税政策的背景是二铵 4000 元/吨以上，氮肥 2400 以上，现在距离那时高点磷和氮分别还有 30%、20% 空间，因而我们预计短期收紧出口的政策不会出台。

图 17： 国内尿素价格大幅上涨达到 09 年高位



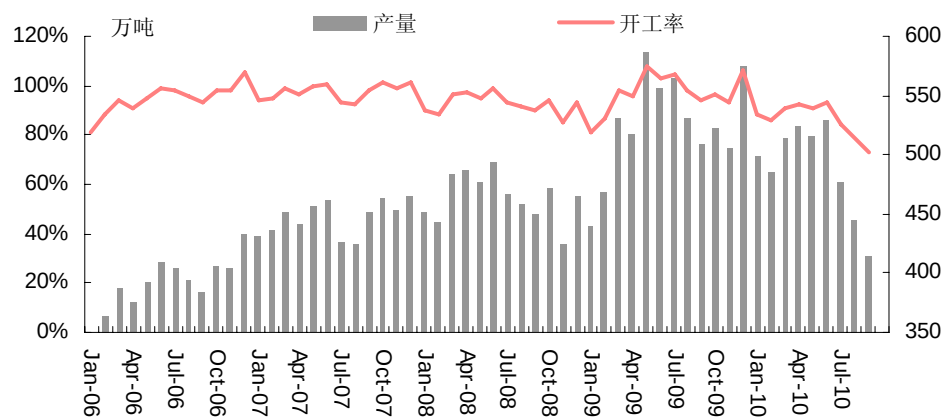
资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 18: 国际尿素价格大幅上涨



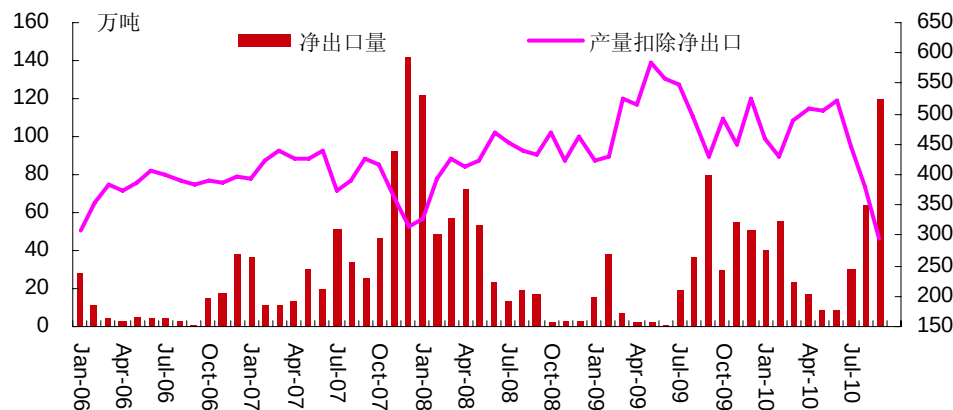
资料来源: 彭博, 华泰联合证券研究所

图 19: 尿素开工率持续下降 (统计数据虚高, 主要看趋势)



资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

图 20: 尿素开工率持续下降 (统计数据虚高, 主要看趋势)



资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

表格 2、氮肥公司产能及毛利率

公司	总股本 (万股)	尿素产 能(万 吨)	权益产能 (万吨)	每万股产 能(吨)	每万股 权益产 能(吨)	09 年尿素 收入(万)	10H1 尿 素毛利 率
湖北宜化	54238	250	178	46	32.8	396455	28.4%
四川美丰	49984	140	108	28	21.6	189436	18.6%
泸天化	58500	236	204	40	35	247799	31.7%
华鲁恒升	49575	110	110	22	22	189558	17.0%
柳化股份	26623	40	40	15	15	49435	1.6%
建峰化工	39920	52	52	13	13	96723	26.3%
云天化	59012	76	76	12.8	12.8	129270	45.6%
辽通化工	120051	150	150	12.5	12.5	243788	32.6%

资料来源: wind、华泰联合证券研究所整理

表格 3、国内化肥相关公司估值（10 月 28 日收盘价计算）

公司	股价	PB	10EPS	11EPS	10PE	11PE
盐湖钾肥	69.00	11.87	1.99	2.22	34.67	31.08
兴发集团	24.23	3.3	0.64	0.87	37.86	27.85
澄星股份	9.77	3.45	0.34	0.35	28.74	27.91
六国化工	15.09	2.77	0.39	0.4	38.69	37.73
华鲁恒升	16.97	2.67	0.63	0.92	26.94	18.45
湖北宜化	23.30	4.22	1.04	1.24	22.40	18.79
柳化股份	11.81	1.91	0.32	0.47	36.91	25.13
建峰化工	9.40	1.69	0.49	0.65	19.18	14.46
云天化	28.22	2.36	0.72	1.06	39.19	26.62
鲁西化工	6.86	2.32	0.27	0.57	25.41	12.04
赤天化	6.49	2.32	0.49	0.72	13.24	9.01

资料来源: wind、华泰联合证券研究所整理

纯碱——价格大幅超预期上涨

10月，纯碱价格暴涨，全国交易价格上涨幅度超过50%，达2000元/吨左右，11月初，价格有继续上涨趋势，目前在2500-2800元/吨。本月价格大幅上涨的主要是受到节能减排限电的影响，小产能的关停带来供不应求的局面。龙头企业三友化工、双环科技、山东海化并未受到限电的影响，基本满负荷开工，出厂价格已经达到2500-2800元/吨，价格上涨幅度达80-100%，预计单月毛利率超过50%。未来两个月，预计节能减排的影响依旧持续，龙头企业的盈利水平将大幅提高。

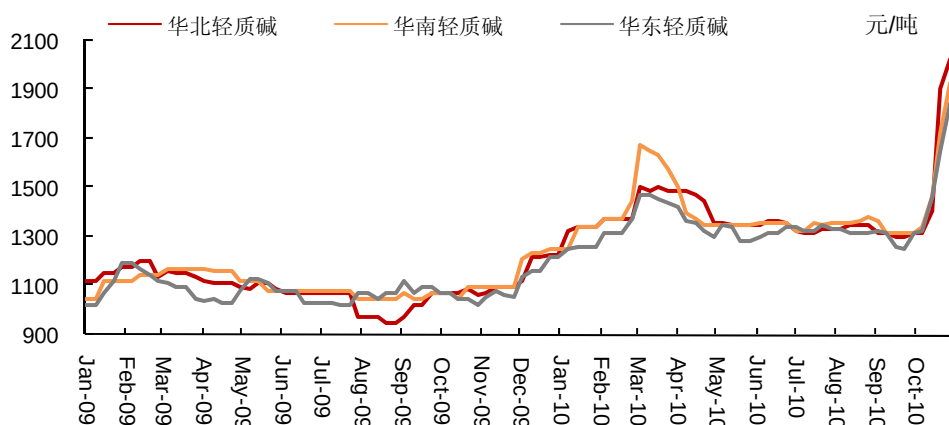
7-9月，纯碱产量大幅下滑，分别为165.4万吨、159.6万吨、159万吨，同比下降1.9%、2.6%、2.6%，8-9月开工率下降到80%以下。2002-2009年纯碱月度产量显示，四季度是纯碱行业产量和消费旺季，主要由于下游玻璃企业的提前备货。今年，受到节能减排限电的压力，10-12月纯碱产量很难有大幅度提高，供不应求的局面将持续，纯碱行业将维持高景气。

1-9月房地产累计新开工面积11.94亿平方米，同比增长63.12%，同比增速略有下滑，但依然处于高位；累计竣工面积3.69亿平米，同比增长10.4%。9月，平板玻璃产量5430.5万吨，同比增速10.62%，同时玻璃库存又降至历史地位，春节前纯碱的提前备货和玻璃行业库存的恢复都有望拉动纯碱的需求。

9月，氧化铝产量240.41万吨，同比增长7.01%；合成洗涤剂产量64.25万吨，同比下降2.86%。我们认为，纯碱的其他下游行业复苏的进程较为缓慢。

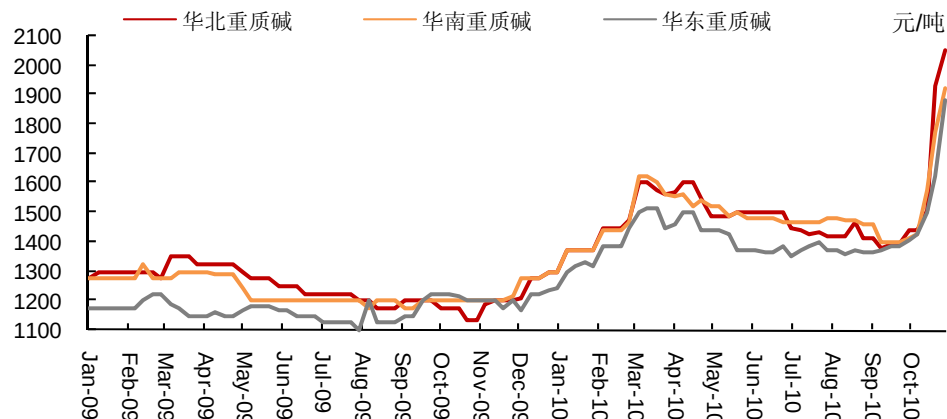
10月，纯碱价格的上涨远超出我们预测，行业的盈利能力有可能进一步增强，我们维持行业的“增持”评级，建议投资者关注纯碱价格上涨带来的相关投资机会。我们上调双环科技2010-2012年业绩预测分别为0.2元，0.35元和0.48元。价格每上涨100元，则公司业绩增厚0.19元/股。

图 21： 轻质碱价格大幅上涨



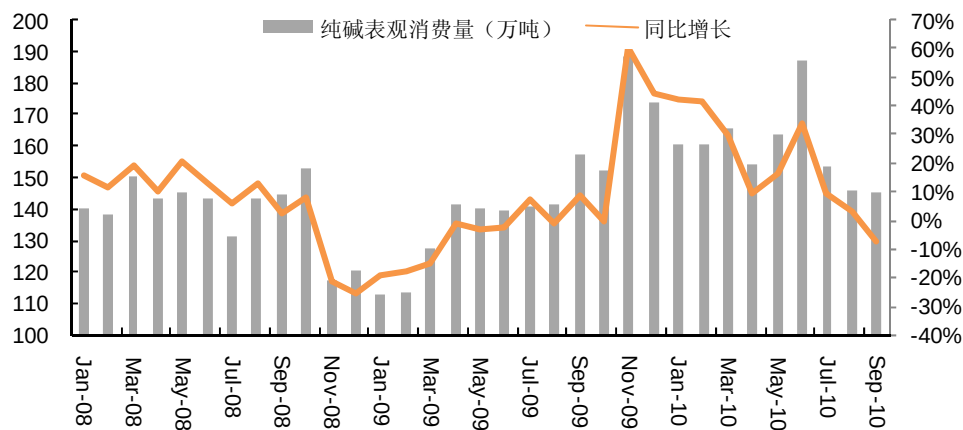
资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

图 22: 重质碱价格大幅上涨



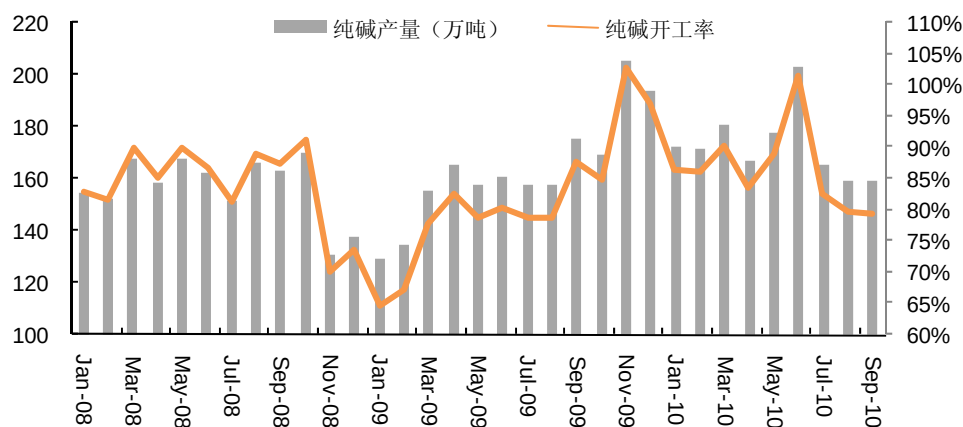
资料来源: 中华商务网、华泰联合证券研究所

图 23: 纯碱表观消费量大幅下滑



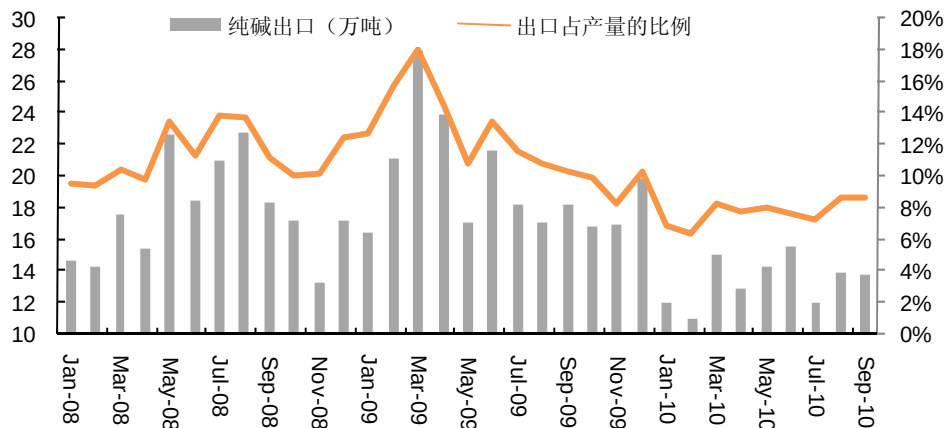
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 24: 纯碱开工率不足 80%



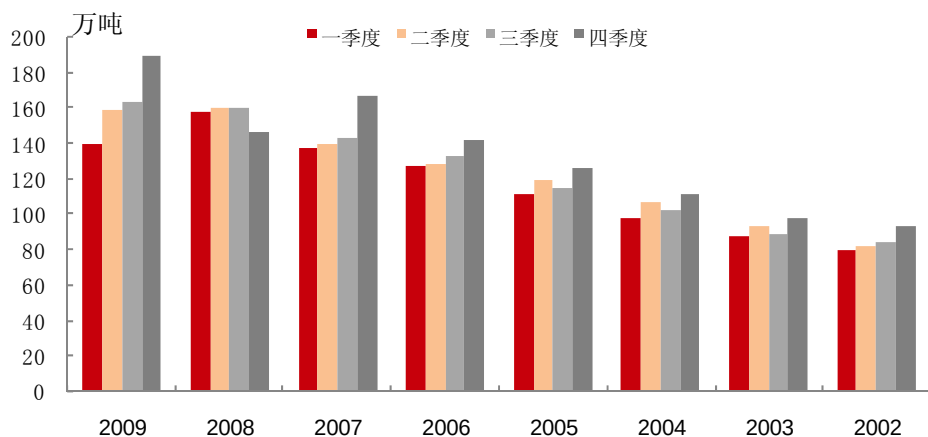
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 25: 纯碱出口低位稳定



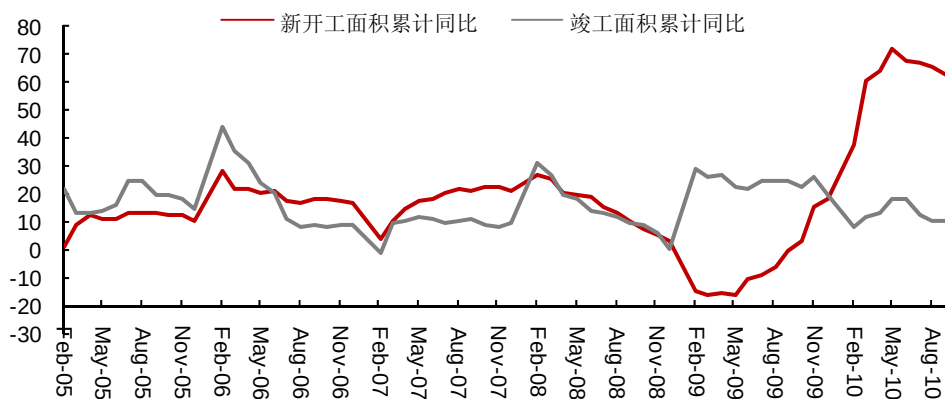
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 26: 纯碱 4 季度旺季, 月均产量最高



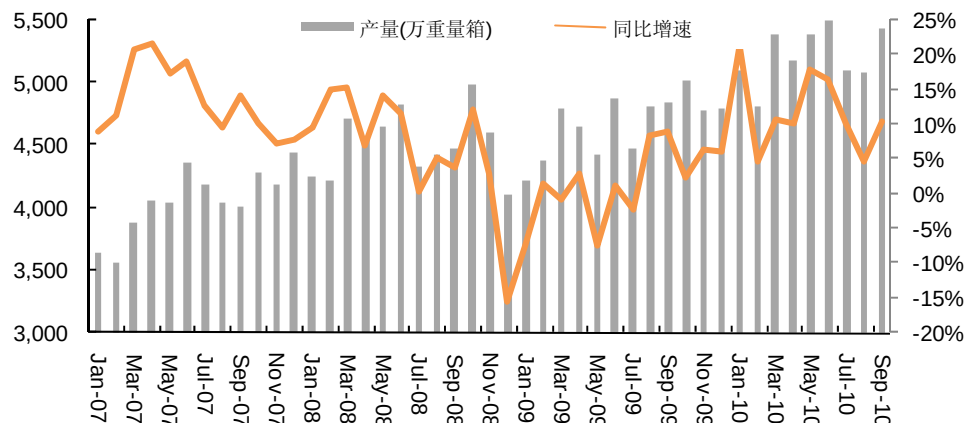
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 27: 新开工面积同比增速略有下滑



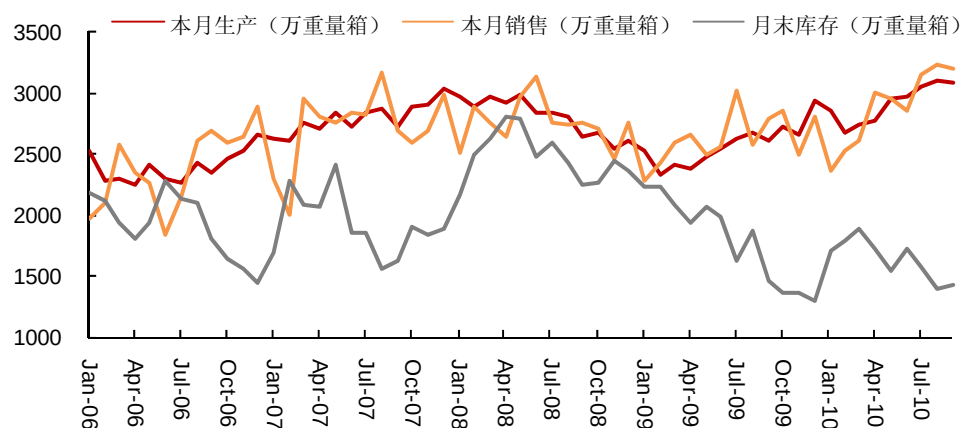
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 28: 玻璃产量稳定增长



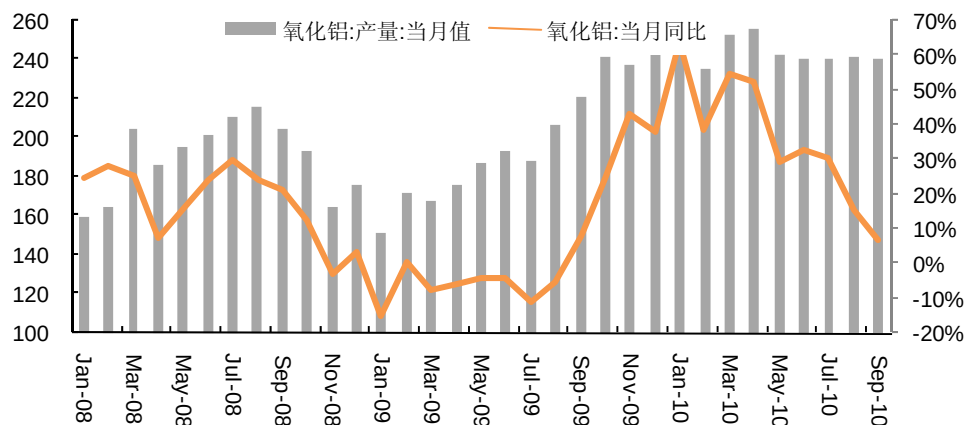
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 29: 玻璃库存处于较低水平



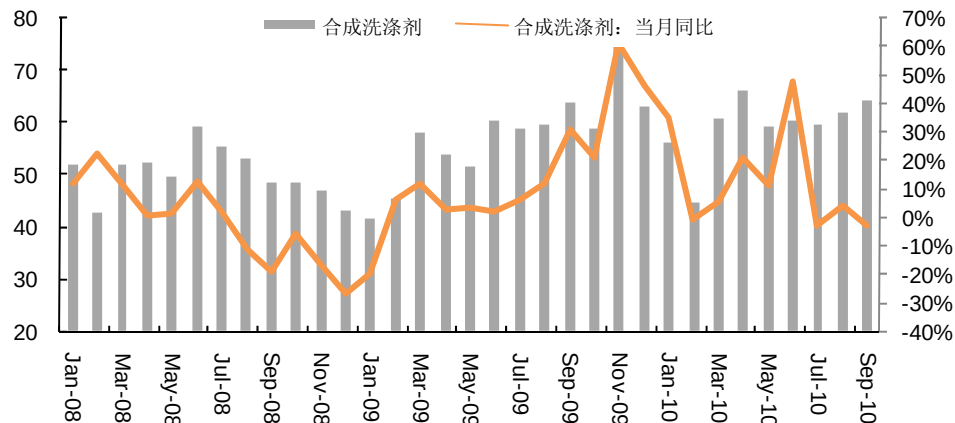
资料来源: 建材信息总网、华泰联合证券研究所

图 30: 氧化铝同比增速下滑



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 31: 合成洗涤剂行业复苏缓慢



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

表格 4、纯碱消费预测

	表观消费量(万吨)	平板玻璃(万重量箱)	平板玻璃消耗纯碱(万吨)	其它行业消耗纯碱(万吨)	其他行业同比增速	GDP 增速	表观消费增速
2001	806	20964	210	597			
2002	933	23446	234	699	17.14%	9.10%	15.76%
2003	1006	27703	277	729	4.30%	10.00%	7.78%
2004	1136	37026	370	765	4.98%	10.10%	12.87%
2005	1247	40210	402	845	10.40%	10.40%	9.82%
2006	1428	46575	466	962	13.85%	11.60%	14.49%
2007	1594	53918	539	1055	9.61%	13.00%	11.62%
2008	1670	55185	552	1119	6.07%	9.00%	4.81%
2009	1729	56098	561	1168	4.41%	8.30%	3.50%
2010E	1897	63000	630	1267	8.50%	8.50%	9.68%

资料来源: wind、华泰联合证券研究所

表格 5、纯碱上市公司(11月5日收盘价)

简称	总股本(亿股)	盈利预测		市盈率		PB	权益产能(万吨)	每股产能(吨)
		10EPS	11EPS	10PE	10PE			
双环科技	4.64	0.20	0.35	47.00	26.86	2.36	180	38.79

资料来源: wind、华泰联合证券

氯碱——电石难求，一体化企业受益

10月，WTI原油均价81.9美元/桶，环比9月上涨8.8%；乙烯韩国FOB的均价1090美元/桶，环比9月上涨4.3%，PVC东南亚CFR均价1000美元/吨，环比9月上涨1%，幅度远低于原油和乙烯。由于国际PVC价格对原油、乙烯价格反应的滞后期在一个月左右。**11-12月，在国际油价上行的趋势下，我们估计国际PVC仍有10-15%上涨空间。**

10月，国内PVC期货均价在7940元/吨，环比9月上涨3%；现货市场，长三角电石法PVC均价8220元/吨，环比9月上涨5%，同乙烯法PVC的进口价格相比已经没有任何折价；国内长三角电石均价3850元/吨，环比9月上涨7%。由此可见，本月国内电石法PVC价格超预期上涨主要受国内供求关系的影响，**节能减排限电带来原料电石的供给不足的局面将在11-12月持续，一体化的PVC企业盈利能力将大幅提升。**

1-9月，房地产累计新开工面积11.94亿平方米，同比增长63.12%，增速略有下滑，但依然处于高位；累计竣工面积3.69亿平米，同比增长10.4%。国内PVC下游（型材、管材、板材、片材等）的需求滞后于地产新开工8-10个月，**地产新开工面积持续高位，我们判断2010-2011年国内PVC下游需求向好。**

9月，国内PVC产量90.6万吨，同比增长7.51%；7-9月，电石产量分别为111.8万吨、103.5万吨、115万吨，同比下滑14.23%、25.52%、22.07%，行业开工率从2010H1的73.5%下降到60%。电石产量受到节能减排限电政策的影响，供给不足，向下游PVC传导，影响PVC行业的开工率。**未来两个月，PVC产量有可能进一步下滑，供给紧张有可能进一步抬高产品价格。**

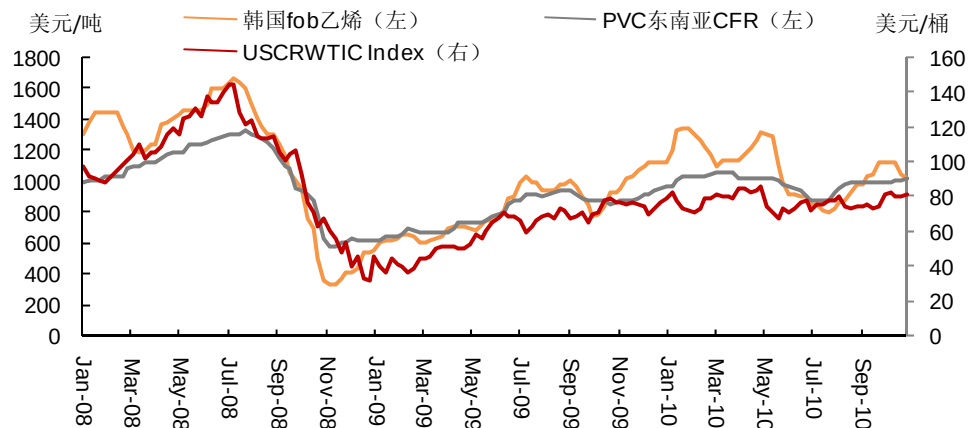
9月，PVC进口依存度上升至20%，主要受国内电石法PVC供给不足的影响；PVC表观消费量102.54万吨，同比增长15.67%，体现了下游需求的旺盛。**我们维持2010年国内PVC表观消费量超过1200万吨的判断。**

华东地区片碱价格经历了1年时间的底部盘整，在10月中下旬突破性上涨至2400元/吨，涨幅达20%左右，11月初继续上涨至3000元/吨。每吨烧碱的耗电量在2300-2400度，本月价格的大幅上涨主要还是受到限电政策的影响，以及纯碱价格上涨的带动。**我们认为，节能减排限电的影响将在11-12月持续，受两碱价格联动的影响，烧碱价格可能继续上涨至3500-4000元/吨。**

9月，氧化铝产量240.41万吨，同比增长7.01%；机制纸产量863.64万吨，同比增长8.22%。烧碱的下游行业均属于成熟制造业，行业增速基本同步于GDP增速，复苏的进程较为缓慢。

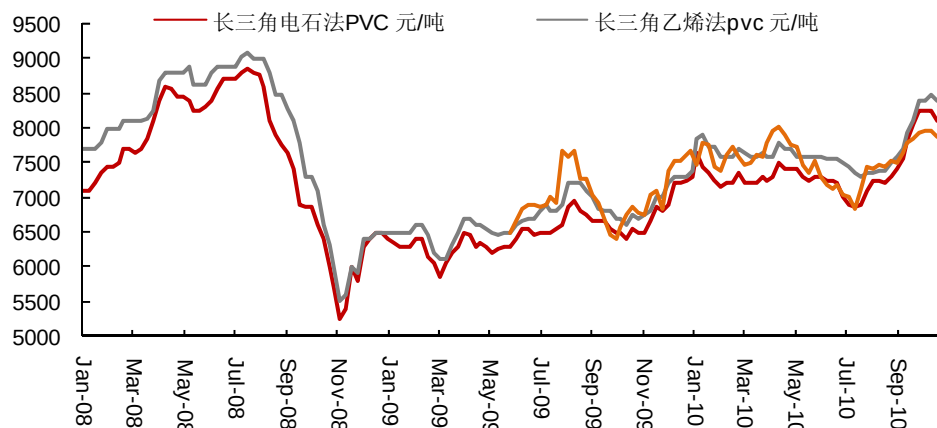
电石行业淘汰产能及节能减排控制，将导致产量持续下降，对电石法PVC的价格形成有力支撑。**我们维持对PVC行业的“增持”评级，看好电石能够自给的PVC上市公司，建议投资者关注中泰化学、新疆天业和英力特。**我们假设2010年国内电石法PVC华东均价至7400-7500元/吨，上调中泰化学2010年EPS至0.23元（摊薄后），国内电石法PVC上涨100元/吨，EPS增加0.03元。

图 32: 国际 PVC 价格基本稳定



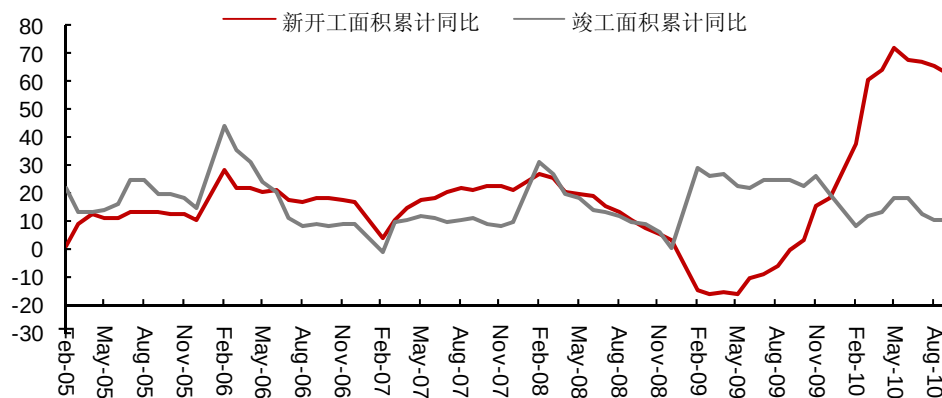
资料来源: Bloomberg、化工在线、华泰联合证券研究所

图 33: 国内 PVC 价格走高



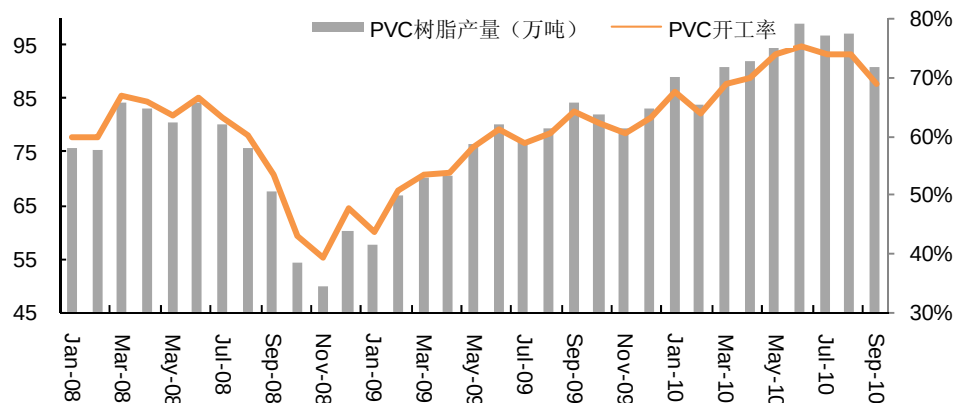
资料来源: 化工在线、华泰联合证券研究所

图 34: 新开工面积同比增速略有下滑



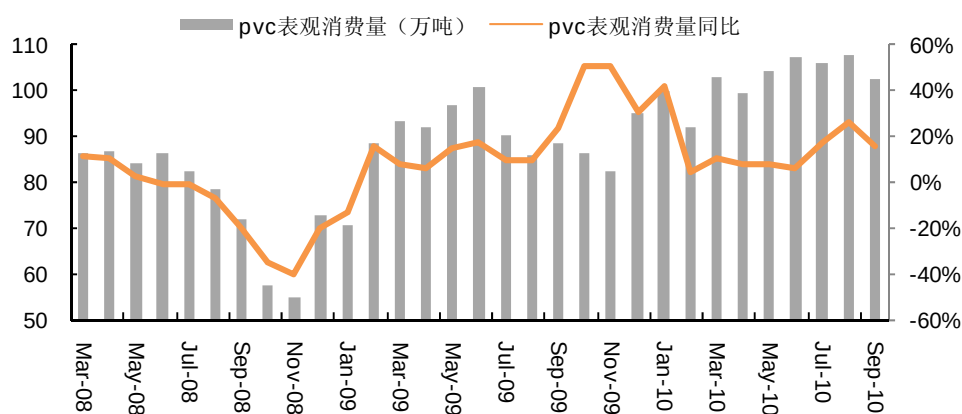
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 35: PVC 产量环比略有下滑



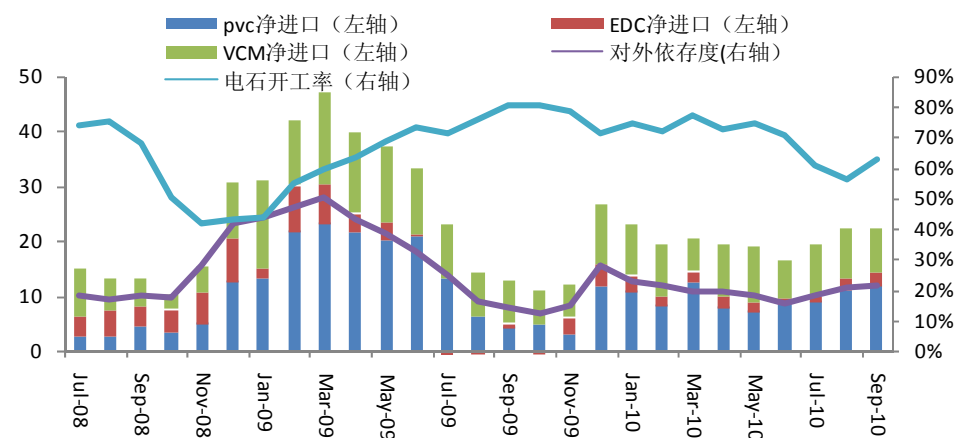
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 36: PVC 表观消费量维持同比 15%的增速



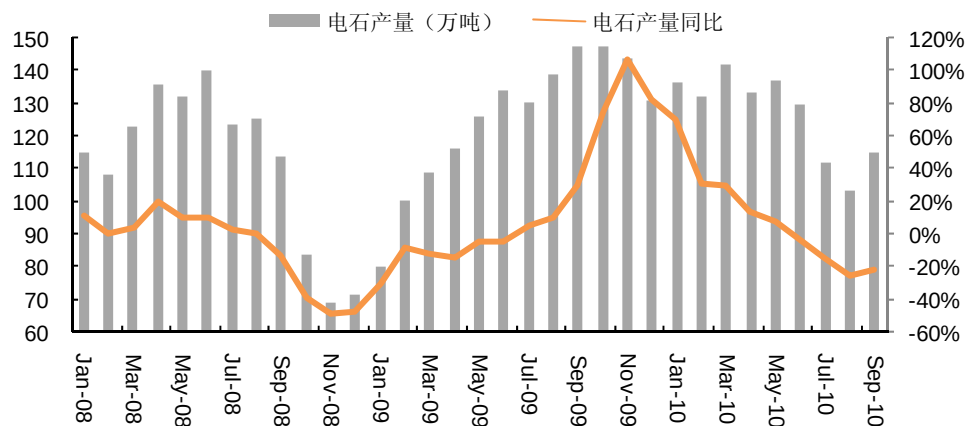
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 37: 对外依存度回升至 20%



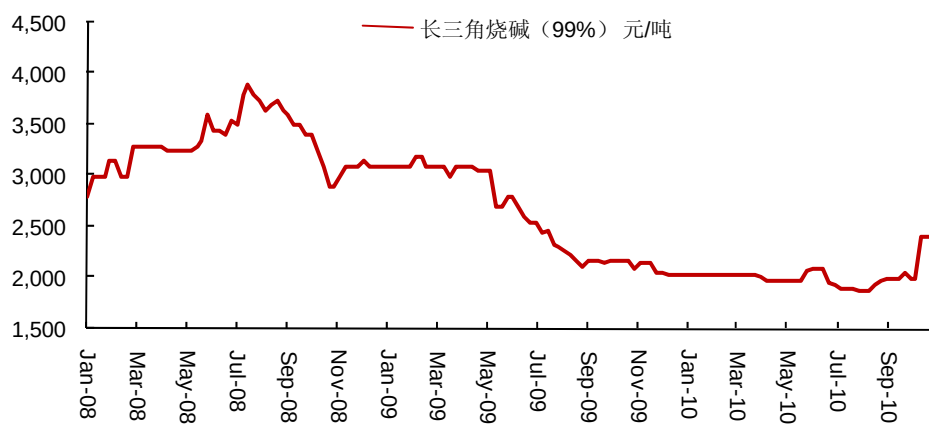
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 38: 电石产量大幅下滑



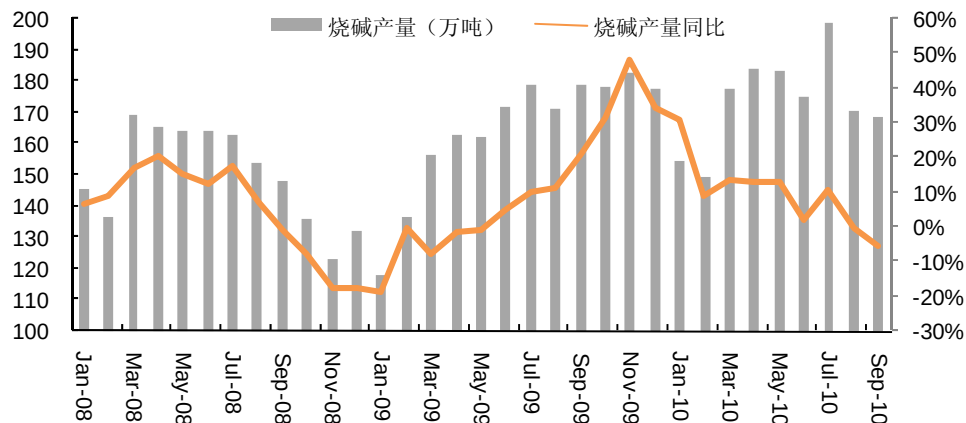
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 39: 烧碱价格超预期上涨



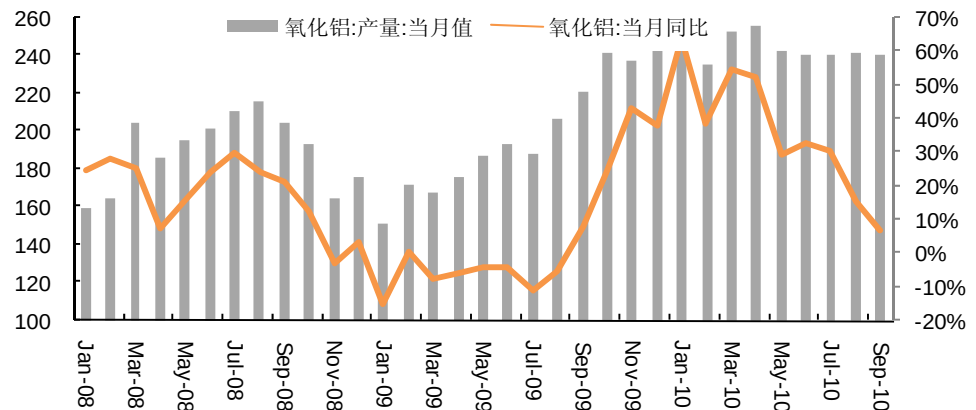
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 40: 烧碱产量大幅下滑



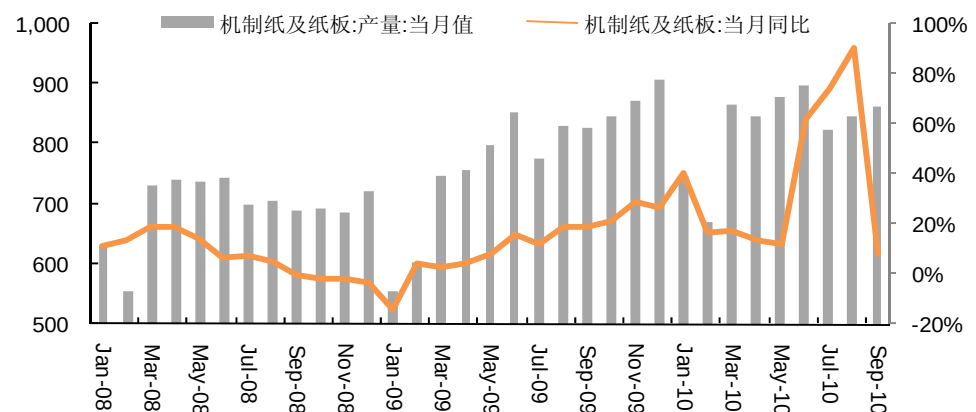
资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 41: 氧化铝同比增速下滑



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

图 42: 机制纸行业缓慢复苏



资料来源: wind、华泰联合证券研究所

表格 6、氯碱上市公司敏感性

公司	总股本 (万股)	每万股 PVC 产能 (吨)	每万股电石产能 (吨)	每万股烧碱产能 (吨)
英力特	17706	14.50	26.68	10.81
湖北宜化	54238	4.38	4.90	3.28
神马实业	44228	9.04	0.00	9.04
中泰化学	115434	3.98	3.29	3.11
新疆天业	43859	7.30	7.30	5.47
天原集团	39981	12.45	11.96	10.02

资料来源: WIND、华泰联合证券研究

表格 7、氯碱上市公司估值 (11 月 5 日股价)

	股价	PB	10EPS	11EPS	10PE	10PE
中泰化学	16.37	2.98	0.23	0.43	71.17	38.07

资料来源: WIND、华泰联合证券研究

纯 MDI 走出淡季，盈利增强

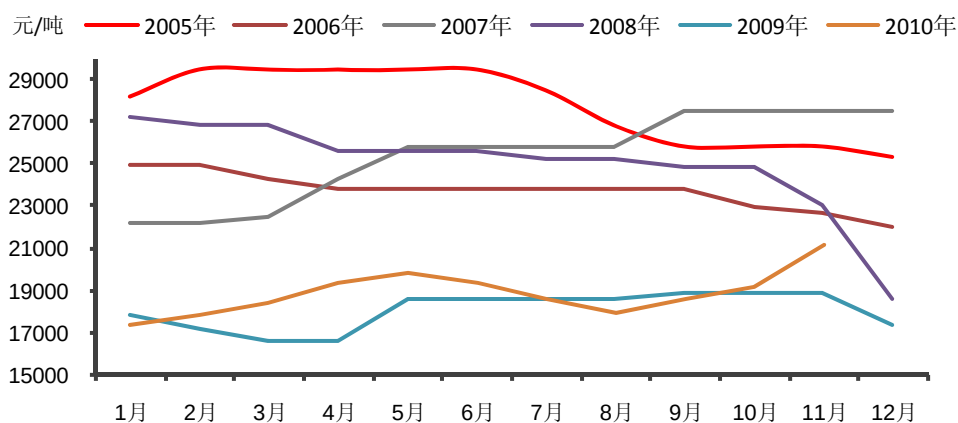
10 月底，华东地区纯 MDI 的交易价格上涨至 23000 元/吨，月度均价环比 9 月提高 16%。11 月，烟台万华挂牌价纯 MDI 上调 2000 元/吨，至 21200 元/吨；聚合 MDI 上调 800 元/吨，至 17800 元/吨。我们维持 2010 年纯 MDI 均价 19000 元/吨，聚合 MDI 均价 16500 元/吨的判断。

10 月，鞋底原液大厂开工率在 7-8 成左右，部分中小厂家因纯 MDI 及 AA 供应短缺，开工率不足 5 成。逐渐走出 Q3 的淡季之后，在下游需求逐渐恢复、节能减排限电影响供给的共同作用下，11-12 月纯 MDI 24000-25000 元/吨的价格可能持续，聚合 MDI 则大概率维持现状。

10 月，苯胺价格上涨 1000 元/吨，达 12400 元/吨，月度均价环比 9 月提高 4.3%，价格上涨幅度远低于纯 MDI 价格的上涨。按照 MDI 吨耗苯胺 0.76 吨测算，纯 MDI 的盈利空间环比 9 月提高 23.8%，环比 Q3 平均盈利水平提高 30%，环比 H1 平均盈利水平提高 20%，基本恢复到 2009 年全年的盈利水平。纯 MDI 行业的盈利能力大幅度提升。

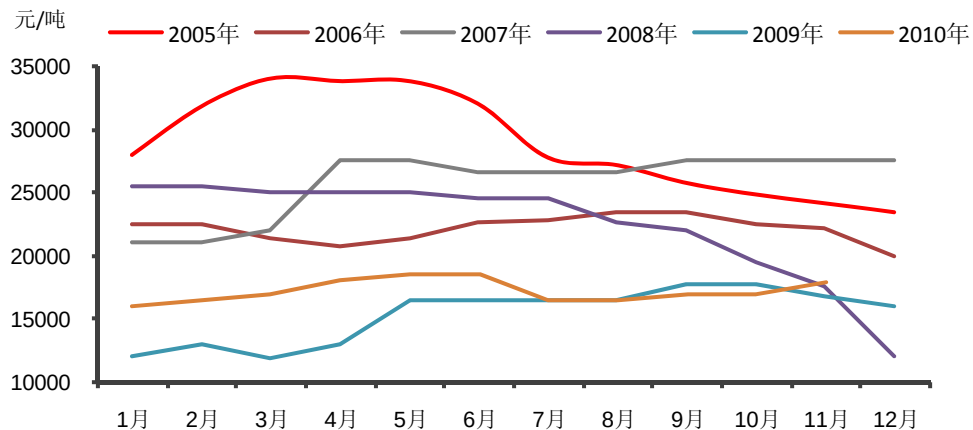
我们维持行业的“增持”评级，关注行业龙头烟台万华的投资机会。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 将分别为 0.77 元、1.19 元和 1.55 元。纯 MDI 均价每上涨 1000 元/吨，业绩增厚 0.07 元，聚合 MDI 均价每上涨 1000 元/吨，业绩增厚 0.14 元。

图 43： 烟台万华上调纯 MDI 挂牌价 2000 元/吨



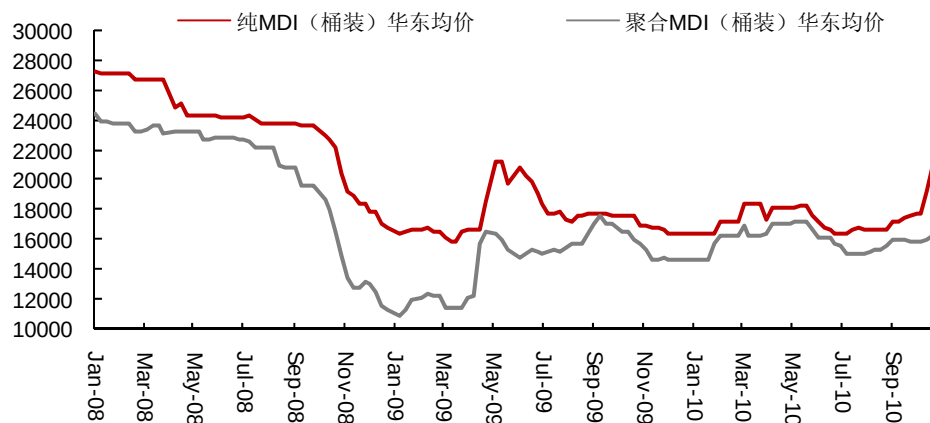
资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

图 44: 烟台万华上调聚合 MDI 挂牌价 800 元/吨



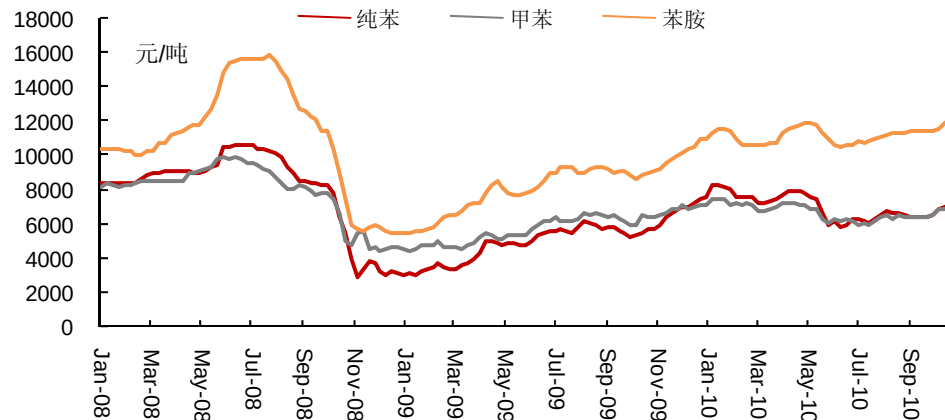
资料来源: 环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

图 45: 10 月 MDI 交易价格大幅上涨



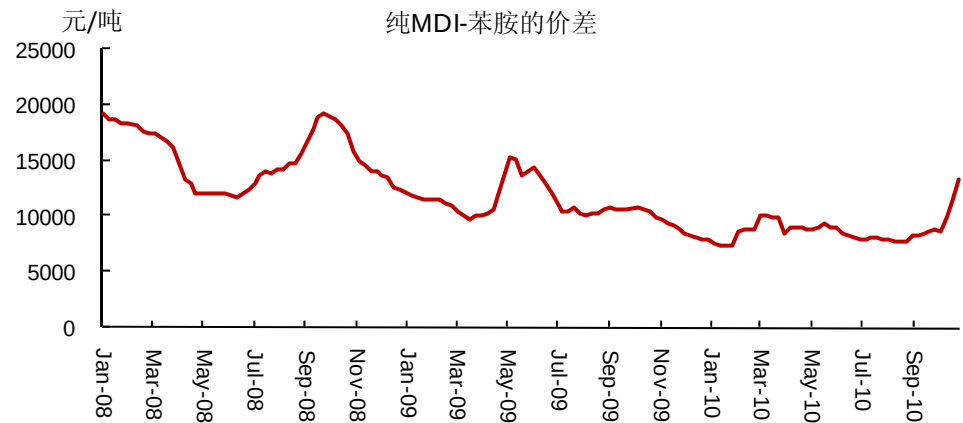
资料来源: 环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

图 46: 10 月苯胺价格小幅上涨



资料来源: 化工在线、华泰联合证券研究所

图 47: 10 月纯 MDI 盈利能力恢复到 09 年平均水平



资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn