

需求回暖，长期关注增长、短期紧抓利润——2011 年化工行业投资策略

化工行业

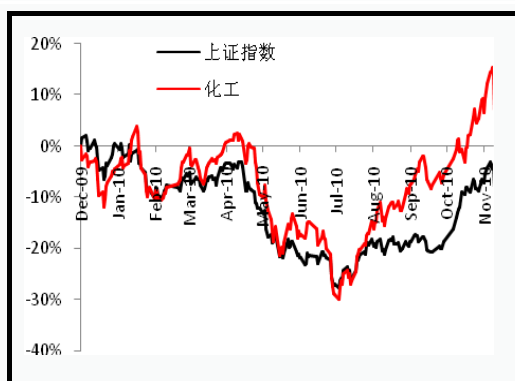
中性（维持）

报告日期：2010 年 12 月 3 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	4785.52	-4.13
天相流通指数	3745.00	-5.89
上证指数	2842.43	-7.92

行业指数近一年走势图



相关报告：

《运行稳定、增速放缓，四季度细分行业转好——化工行业 2010 年三季度报综述》（2010.11）

《增速放缓，子行业出现分化——化工行业 2010 年半年报综述》（2010.9）

《淘金精细化工——2010 年中期化工行业投资策略》（2010.7）

联系人—陈刚

010-66045652 cheng@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 从“十二五”规划六大任务出发，长期关注增长性行业；
- 从运行趋势出发，短期关注利润空间变化的产品及行业；
- 预计明年化工行业在需求稳步上升的保证下继续保持增长态势。

投资要点：

- **预计明年化工行业继续保持增长：**节能减排、限电减产将一定程度上削弱产能过剩带来的供需不平衡效应，加之石油、煤炭、磷资源等原材料成本推动，预计化工产品价格明年将处于稳中有升态势；同时，化工行业主要下游农业、汽车、服装、房地产运行良好，化工行业整体需求进一步复苏；我们认为2011年化工行业将继续保持增长态势。
- **细分行业趋势改变：**
 - 1) 化肥因国际需求及产品价格支撑、国内短期供需风格转换、下游农产品价格上涨支撑，导致产品价格快速上行。
 - 2) 农药行业基本情况未发生改变，整体趋稳。
 - 3) 纯碱、氯碱因节能减排等因素产量下滑明显，下游房地产复苏稳定，行业整体趋好。
 - 4) 新材料、新能源受益于政策发展，未来前景广阔。
- **长期关注增长性行业、短期紧抓行业利润空间变化：**由于化工行业产能过剩态势尚未出现根本性转变，大宗商品因石油价格高企压榨利润空间，我们继续维持行业整体“中性”评级，建议关注行业变化中的投资机会。2011年，作为“十二五”规划的第一年，石油化工行业的六大主要任务包含了新材料、新能源、节能减排、稀缺资源整合等方面内容，建议以此出发，把握各类长期的投资机会；短期内，我们跟踪化工产品价差情况，寻求利润空间逐渐增大并能持续的细分行业。
- **建议重点关注公司：**化肥行业龙头湖北宜化、染料行业龙头浙江龙盛、聚氨酯MDI国内龙头烟台万华、氯碱龙头中泰化学、磷资源优势氯碱企业天原集团、液晶材料企业永太科技、车用改性塑料企业普利特。基于相关公司及其行业的分析，给予湖北宜化、浙江龙盛“买入”评级，其他公司“增持”评级。

正文目录

1.	高峰之后逐步放缓——行业回顾与展望	4
1.1	2010 年行业各项统计指标增速逐步放缓	4
1.2	2011 年，稳定发展的“十二五”规划第一年	6
2.	农化、氯碱行业的短期趋势转变——细分行业现状及 2011 年投资点分析	9
2.1	多因素导致氮肥产品价格迅速上涨	9
2.2	磷肥逐渐向好，利润空间受制于硫磺	10
2.3	钾肥大幅降价导致收益下滑，国际需求仍在恢复	12
2.3	氯碱行业价涨量跌，上市公司效益将提高	13
2.4	农药行业整体趋稳	14
2.5	新材料、新能源未来前景广阔	15
2.5.1	有机硅行业向上下游发展	15
2.5.2	聚氨酯下游行情将启动	15
2.5.3	汽车、新能源汽车行业快速发展下的需求带动	17
2.5.4	城市家电消费升级、家电下乡效应显现带动上游材料公司向好	19
3.	重点公司评述及盈利预测	21
3.1	长期立足增长，淘金新材料与精细化工	21
3.2	中短期看好利润空间出现转变的细分行业	22
3.3	投资风险提示	23

图表目录

图表 1 化工行业和各细分行业收入增长情况	4
图表 2 各细分行业固定资产投资额同比增幅	4
图表 3 几种主要化工产品近年产量变化情况	5
图表 4 主要化工产品价格变化（单位：元/吨）	5
图表 5 主要出口产品出口量同比增速变化图	6
图表 6 《石油和化学工业“十二五”科技发展规划纲要》六大任务	6
图表 7 几种主要化工产品 2010 年 10 月开工率情况	7
图表 8 主要下游领域的发展增速情况	7
图表 9 主要下游领域的发展增速情况	8
图表 10 化工股 PE、PB 估值走势图	8
图表 11 国内氮肥两年来产量及进出口量情况	9
图表 12 国内外尿素近两年价格走势	10
图表 13 气头、煤头尿素价格走势	10
图表 14 国内磷肥两年来产量及进出口量情况	11
图表 15 国内外 DAP 价格走势与价差图	11
图表 16 国内钾肥两年来产量及进出口量情况	12
图表 17 国内外 DAP 价格走势	12
图表 18 国内纯碱产量及价差走势图	13
图表 19 国内烧碱产量及价差走势图	13
图表 20 国内 PVC 价差走势图	14
图表 21 国内农药产量及草甘膦价格走势	15
图表 22 国内 MDI 产能及将新增产能情况	16
图表 23 国内聚合 MDI 及硬泡组合聚醚需求预测	16
图表 24 2009 年零售批发总额结构（左图）和零售总额结构走势（右图）	17
图表 25 汽车产量与保有量	17
图表 26 改性塑料在汽车中的应用	18
图表 27 锂电新能源汽车预测	18
图表 28 我国新能源汽车相关政策法规	19
图表 29 城镇家电人均拥有量	19
图表 30 主要家电的发展趋势	19
图表 31 家电消费刺激政策	19
图表 32 家电下乡销量（左图）和销售额（右图）	20
图表 33 主要下乡家电销售占全年产量的比例	20
图表 34 重点上市公司 EPS 预测和投资建议	23



1. 高峰之后逐步放缓——行业回顾与展望

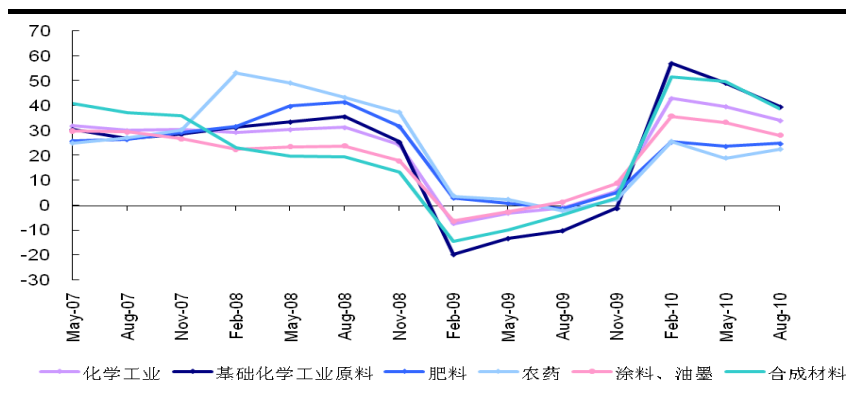
1.1 2010 年行业各项统计指标增速逐步放缓

各项统计数据上半年快速增长，而后逐渐回落

根据石化协会统计：2010 年 1-10 月，化学工业累计实现工业总产值 41932.5 亿元，同比增长 32.2%。

2010 年 1-8 月，化学工业累计实现销售收入 29427.3 亿元，同比增长 34.1%，较 1-5 月同比增速 39.7% 减少 5.6 个百分点；实现利润总额 1640.9 亿元，同比增长 49.6%，较 1-5 月同比增速 69.3% 减少 19.7 个百分点；两者增速趋于放缓。

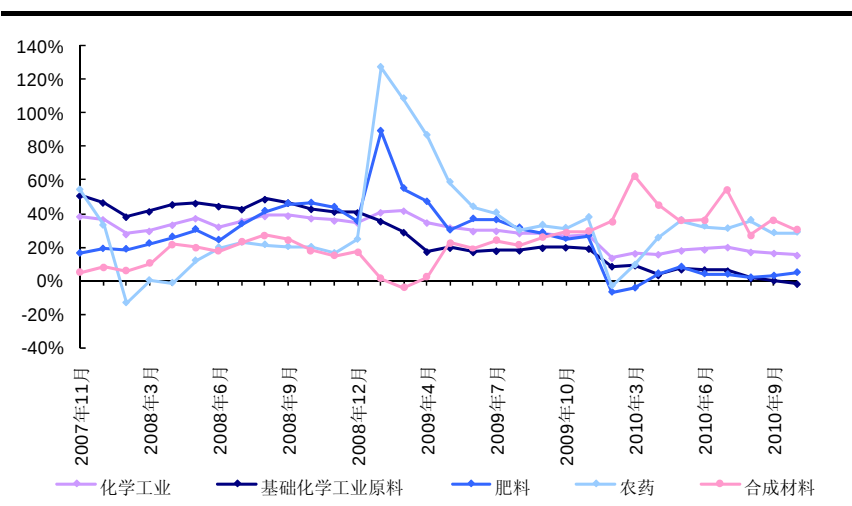
图表 1 化工行业和各细分行业收入增长情况



资料来源：石油化工经济分析

2010 年 1-10 月，化学工业累计完成固定资产投资 5922.5 亿元，同比增长 15.1%；固定资产投资增速在 7 月份达到高峰，随后开始下降；10 月份实际投资 601.99 亿元，同比增长 5.34%，增速继续放缓；各细分行业大多呈稳中有降趋势。

图表 2 各细分行业固定资产投资额同比增幅



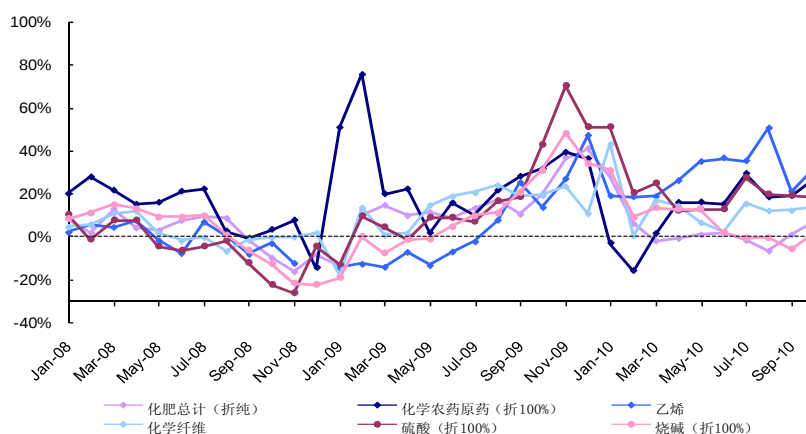
资料来源：石油化工经济分析

价格决定于供需，呈现前低后高态势

2010 年上半年，受制于需求不畅，供给过多，行业处于浅复苏态势，化工产品产量增速放缓，产品价格下滑。特别是受到年初寒冬影响的化肥和农药产品，受到国家房地产宏观调控影响的氯碱产品，量价下滑明显。

2010 年下半年，由于节能减排的影响，短期行业内出现供给减少态势；同时原油价格上行形成成本支撑；加之冬季煤炭涨价，天然气涨价且供应趋紧；化工产品出现量减价增态势，随着价格的继续上行，未来将带动产量的上升。特别是 10 月份开始，主要化工产品产量增速开始出现上升趋势。

图表 3 几种主要化工产品近年产量变化情况



资料来源：石油化工经济分析

图表 4 主要化工产品价格变化（单位：元/吨）

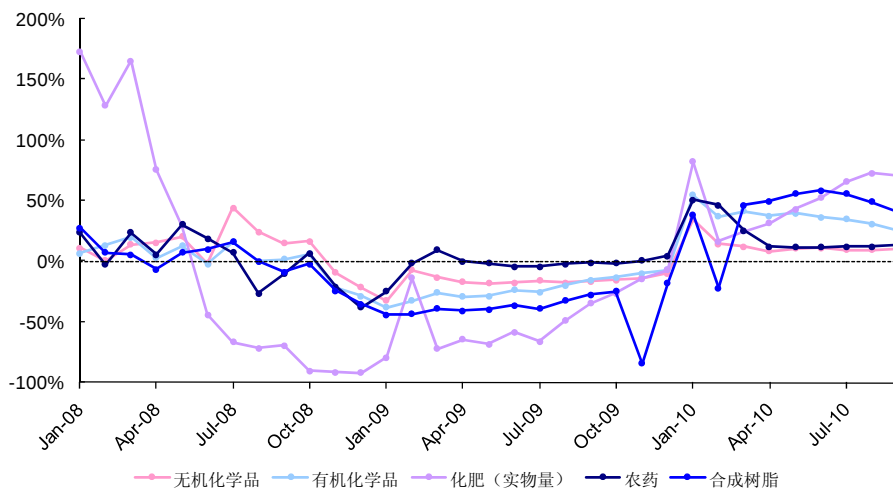
项目	年初价	11 月末价格	去年同期价格	中期价格	较年初涨幅	11 月同比涨幅	中期涨幅
原油	82	85	80	75	3.66%	6.25%	-8.54%
乙烯	1130	1000	930	900	-11.50%	7.53%	-20.35%
纯苯	7650	7070	5700	6330	-7.58%	24.04%	-17.25%
PE	13150	14350	11400	10500	9.13%	25.88%	-20.15%
PP	11500	12300	10100	11200	6.96%	21.78%	-2.61%
电石	2863	4030	3038	3450	40.76%	32.65%	20.50%
纯碱	1193	2500	1110	1350	109.56%	125.23%	13.16%
PVC（乙烯）	7400	9100	6700	7500	22.97%	35.82%	1.35%
PVC（电石）	7300	8750	6500	7100	19.86%	34.62%	-2.74%
尿素	1750	2000	1600	1590	14.29%	25.00%	-9.14%
磷酸二铵	2500	3100	2200	2650	24.00%	40.91%	6.00%
钾肥	2600	2700	2600	2400	3.85%	3.85%	-7.69%
硫磺	1000	1620	590	1000	62.00%	174.58%	0.00%
黄磷	14650	14700	12520	12850	0.34%	17.41%	-12.29%
草甘膦	25000	21500	21000	19000	-14.00%	2.38%	-24.00%
TDI	26500	24000	27000	20300	-9.43%	-11.11%	-23.40%
MDI	14850	23333	16000	16283	57.12%	45.83%	9.65%
硝酸铵	1950	2300	1650	1846	17.95%	39.39%	-5.33%

资料来源：化工在线、天相投顾整理

出口增幅有所好转

2010 年 1-9 月，化工行业进出口贸易额同比增长 36.1%，其中进口增长 35.4%，出口增长 37.2%。随着世界经济的逐渐复苏，主要出口产品出口量由 2009 年的负增长转为正增长，其中化肥、合成树脂、有机化学品等增长明显。

图表 5 主要出口产品出口量同比增速变化图



资料来源：石油化工经济分析

1.2 2011 年，稳定发展的“十二五”规划第一年

《石油和化学工业“十二五”科技发展规划纲要》以下简称《规划纲要》10 月 20 日起公开征求意见，并确立了六大重点任务。

图表 6 《石油和化学工业“十二五”科技发展规划纲要》六大任务

序号	《“石油和化学工业“十二五”科技发展规划纲要》六大任务
一	围绕推进产业结构优化，重点突破和发展大宗合成材料、关键合成材料的高性能化、低成本化制造技术， 重点突破和发展产品的精细化、专用化、高附加值化技术
二	围绕促进产业技术升级，大力发展新催化材料与技术、新分离材料与技术、化工过程强化技术及 节能减排技术 等
三	围绕满足国家重大工程及国计民生重大需求，大力发展高性能工程塑料、高性能子午胎、绿色农药、高性能染料、清洁油品等制备技术
四	围绕突破资源、能源、环境制约，着力发展新型油气勘探开发技术、重质油等劣质资源高效利用技术、 现代煤化工技术 、生物技术等
五	围绕培育 化工新材料、新型环保等战略性新兴产业 ，积极发展高端石化产品制备与产业化技术
六	围绕支撑化学工业未来可持续发展，积极发展光化学、离子液体、 二氧化碳减排和利用 等先进、绿色技术

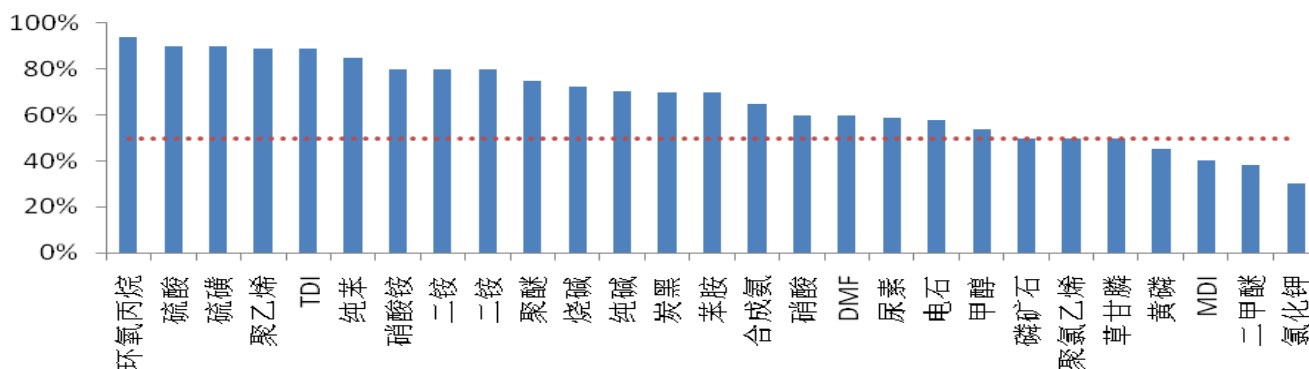
资料来源：石油化工经济分析

从规划中可以发现，六大任务围绕着精细化工、节能环保、资源整合、新材料等方面，为 2011 年以后的行业发展确定了方向。

产能过剩仍是一把悬头尖刀

基础化工中大部分细分行业处于严重的产能过剩状态，其中传统煤化工电石、焦炭、合成氨和甲醇被发改委归入七大产能过剩行业之列，而 PVC、纯碱、化肥也处于低开工率状态，供需失衡、产能过剩是基础化工行业长期结构性问题。基础化工行业具有固定资产投资额大，固定资产折旧高的特点，只要在盈亏平衡点上，厂商就会维持生产线开工。部分产能严重过剩需要很长一段去产能的过程才能走势结构性失衡。

图表 7 几种主要化工产品 2010 年 10 月开工率情况

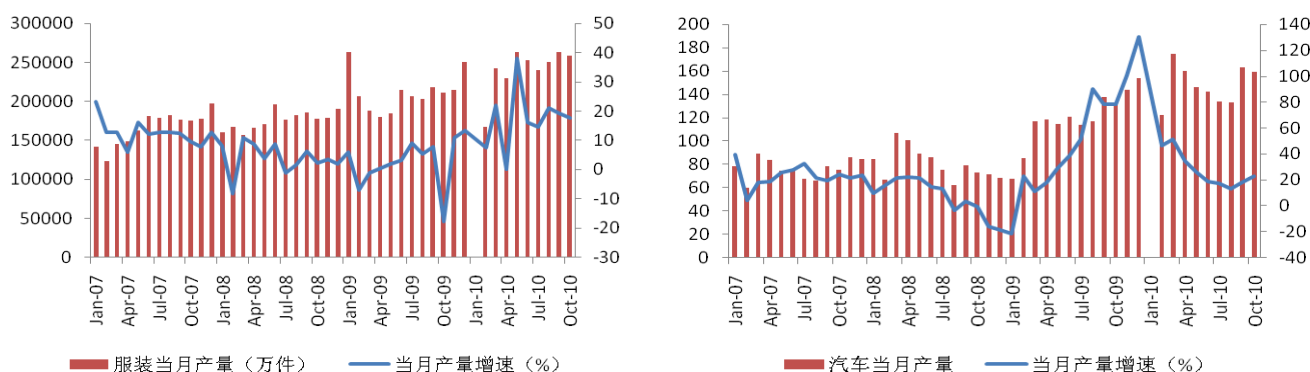


资料来源：百川资讯、天相投顾

需求逐渐向好

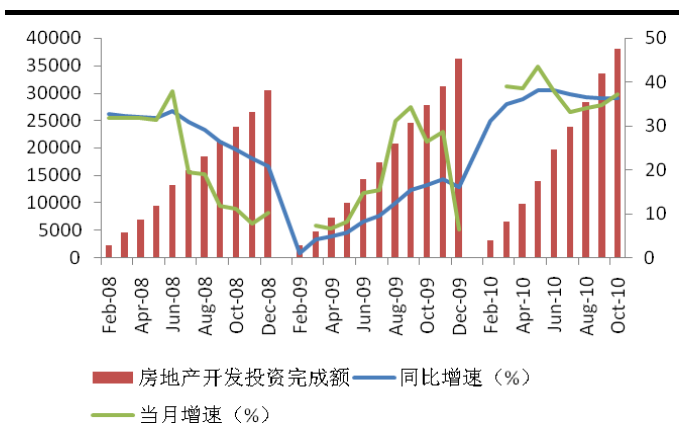
房地产、汽车、纺织、农业等是化工行业的主要下游领域。今年以来的农产品价格大幅涨价一定程度上带动了化肥行业；房地产、汽车、服装今年以来复苏良好，保持着稳定的增长率。我们认为，明年化工主要下游行业将会保持稳定增长，带动化工产品需求上升。同时，节能减排、落后产能淘汰的持续进行，将一定程度上减轻部分产品产能过剩带来的负面效应，使得化工产品价格能保持一个相对稳定的状态。

图表 8 主要下游领域的发展增速情况



资料来源：国家统计局、天相投顾

图表 9 主要下游领域的发展增速情况



资料来源：国家统计局、天相投顾

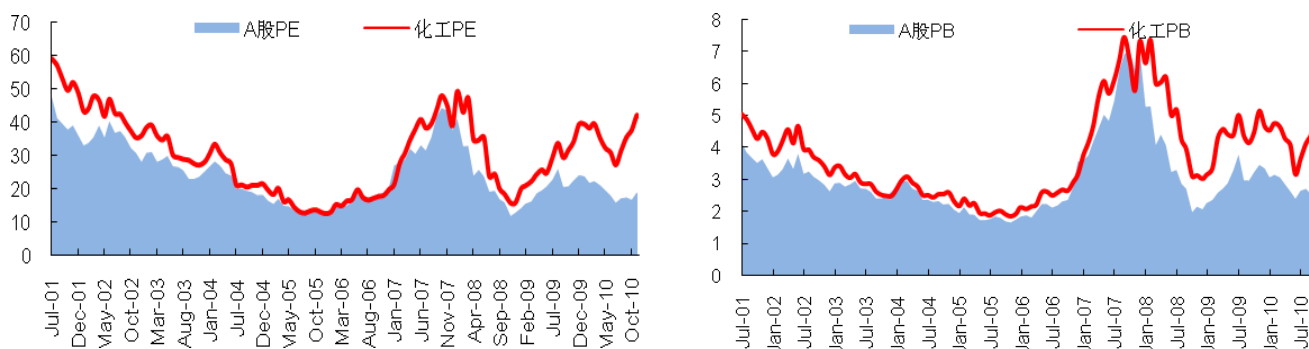
化工股估值随大市一路走高

根据统计，剔除微利的公司，目前天相化工板块 PE 估值为 45.34（截至 11 月 28 日），明显高于 A 股平均市盈率，PB 也高于 A 股平均水平。由于新股和中小板股票较多，化工行业 PE 估值较高，位于所有 A 股行业的第 14 位。从涨幅来看，化工行业近一年来涨幅相对不高。

从行业整体来看，节能减排、限电限产将一定程度上削弱产能过剩带来的供需不平衡效应，加之石油、煤炭、磷资源等原材料成本推动，预计化工产品价格明年将处于稳中有升态势；同时，化工行业主要下游农业、汽车、服装、房地产运行良好，化工行业整体需求进一步复苏；我们认为 2011 年化工行业将继续保持增长态势。

目前化工行业分化较大，精细化学品、新材料等企业具有较高的毛利率，在细分市场成长较快，具有较高的景气度。而大宗化学品由于产能过剩较大，其市值明显大于精细化学品等公司，对化工指数影响较大，我们维持行业“中性”评级，建议从行业趋势变化中挖掘具有投资价值的个股。

图表 10 化工股 PE、PB 估值走势图



资料来源：天相投资分析系统

2. 农化、氯碱行业的短期趋势转变——细分行业现状及2011年投资点分析

2.1 多因素导致氮肥产品价格迅速上涨

2010年1-8月氮肥制造业累计销售收入1443.08亿元，同比增长23.63%；累计利润总额10.73亿元，同比减少61.49%；行业毛利率为8.48%，同比下降7.89个百分点。2010年自春季寒冬影响，国内化肥价格持续低迷，行业盈利能力持续下降。

节能减排、天然气供应趋紧下的氮肥产量减小

节能减排9月中旬开始在河南、山东、江苏等地严厉执行，直接导致部分工厂大范围减产或停工；每年年末，西南天然气均出现短缺，气头合成氨企业开工率进一步下滑。以上等原因导致国内三季度开始，氮肥产量出现下滑态势。

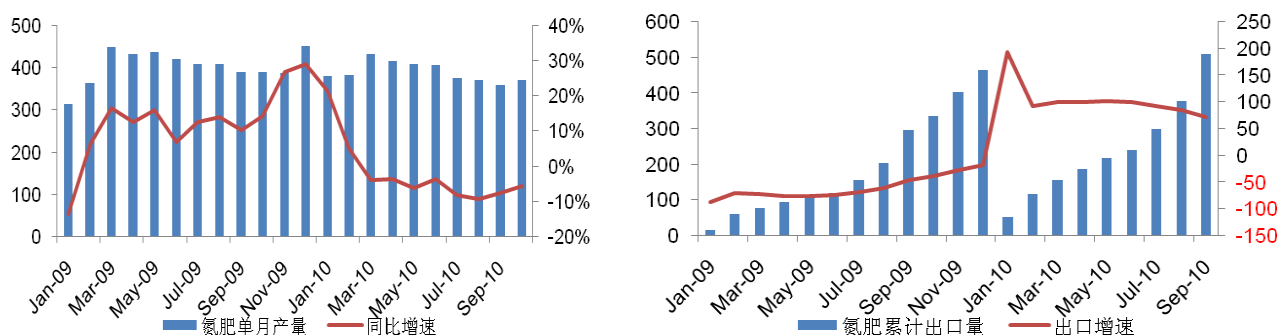
尿素执行淡季出口关税，国际化肥需求激增，出口向好

2010年7月1日-9月15日，10月16日-12月31日，尿素执行7%的淡季出口关税。目前国内尿素为2,000元/吨左右，国际尿素为364美元/吨左右，按现行汇率加上关税折算，在不考虑运输费用的情况下，两者价差为273元/吨，而7月份的时候为18元/吨，国际尿素价格上涨快于国内尿素，出口吸引力处于逐步增大状态。这导致我国尿素出口保持了一个良好的增速。

化肥贸易大国印度，目前处于拉比种植季节时，有利的气候条件促进了农业生产，刺激了农民对化肥的强烈需求。印度农业部已经建议，根据上半年种植季节的经验，原定90万吨复合肥的供应量可能无法满足拉比种植季节的需求，因此政府需要供应110万吨复合肥。印度占据了全球化肥贸易量45%，因此其需求的增加很大程度上带动了国际化肥市场。使得尿素、二铵等化肥国际价格开始快速上涨。同时，带动我国化肥出口向好。

供给减少需求增加的短期供需结构变化，加之国际尿素价格带动，国内尿素年内仍将保持涨势。由于目前仍处于淡季，国内外价差的扩大将进一步拉动出口向好。

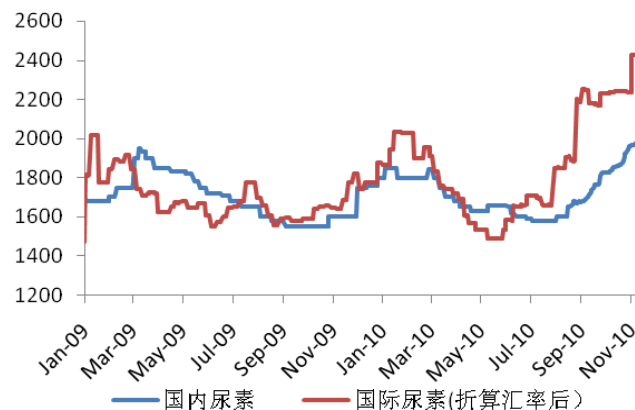
图表 11 国内氮肥两年来产量及进出口量情况



资料来源：石油和化学工业协会、天相投顾



图表 12 国内外尿素近两年价格走势

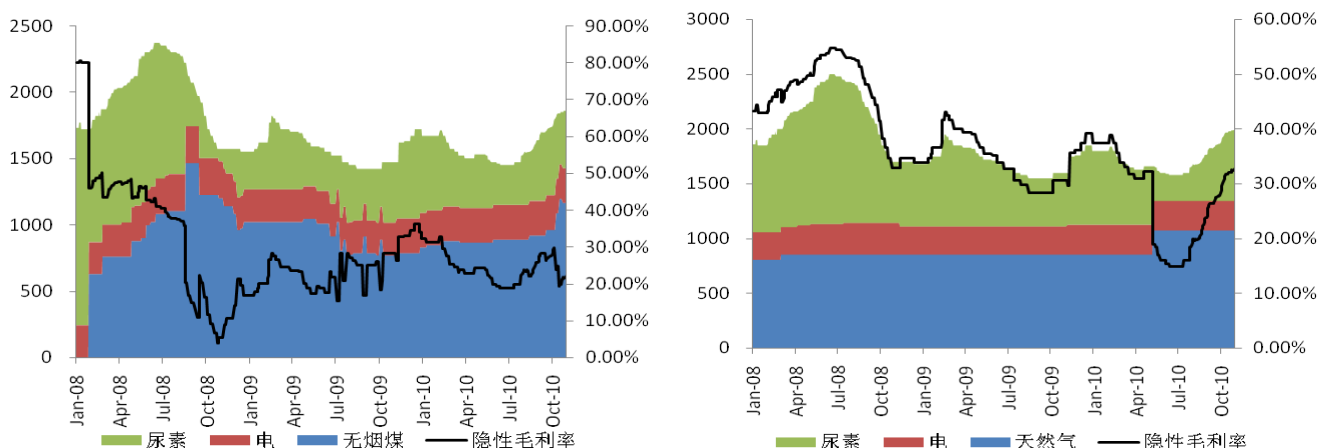


资料来源：百川资讯、天相投顾

气头尿素价差回升、煤头尿素价差稳定

由于气价不随市场波动，尿素价格的上涨促其利润空间逐步扩大；煤头尿素因无烟煤的快速涨价，从图表来看，其利润空间有一定缩小。

图表 13 气头、煤头尿素价格走势图



资料来源：百川资讯、天相投顾

中国尿素产业目前面临集中度低、并且供大于求的市场局面日益严重的困境。尿素属于高污染高能耗行业，尤其是一些小化肥企业的污染、能耗更为严重，加之我国对节能减排力度的逐步加大，我国尿素行业将延续并购整合加快、行业集中度提高的局势，竞争力强的大型企业将赢得加快发展的机遇。

建议关注：具有成本优势、出口量较大的尿素企业，他们将在本轮涨价中受益匪浅。如湖北宜化、云天化等。

2.2 磷肥逐渐向好，利润空间受制于硫磺

2010年1-8月，磷肥制造业累计销售收入334.89亿元，同比增长22.77%；累计利润总额10.32亿元，同比大幅增长1533.33%；行业毛利率为13.37%，同比增长3.4



个百分点，环比下降 0.95 个百分点。

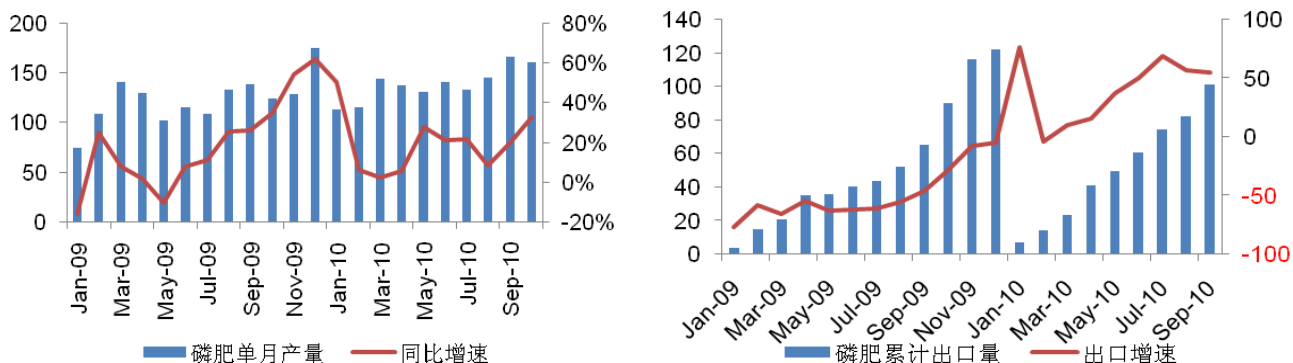
2010 年 1-10 月，我国磷肥累计产量（折纯）1387.6 万吨，同比增长 21.8%，单月增速 10 月份有所回升。

7 月份以来，磷酸一铵、磷酸二铵开始了涨价潮，目前二铵价格在 2900 元/吨左右，较年初上涨了 500 元/吨。由于国际磷肥价格不断攀高，并高于国内价格，加之国内现实行淡季 7% 的出口关税和印度的化肥需求激增，出口拉动磷肥需求上升；同时由于硫磺价格上涨，成本传导加剧了磷肥价格上升。

目前来看，目前国内 DAP 为 3,100 元/吨左右，国际 DAP 为 575 美元/吨左右，按现行汇率加上关税折算，在不考虑运输费用的情况下，两者价差为 746 元/吨，并且处于持续扩大状态，国内 DAP 价格未来仍有上行可能。

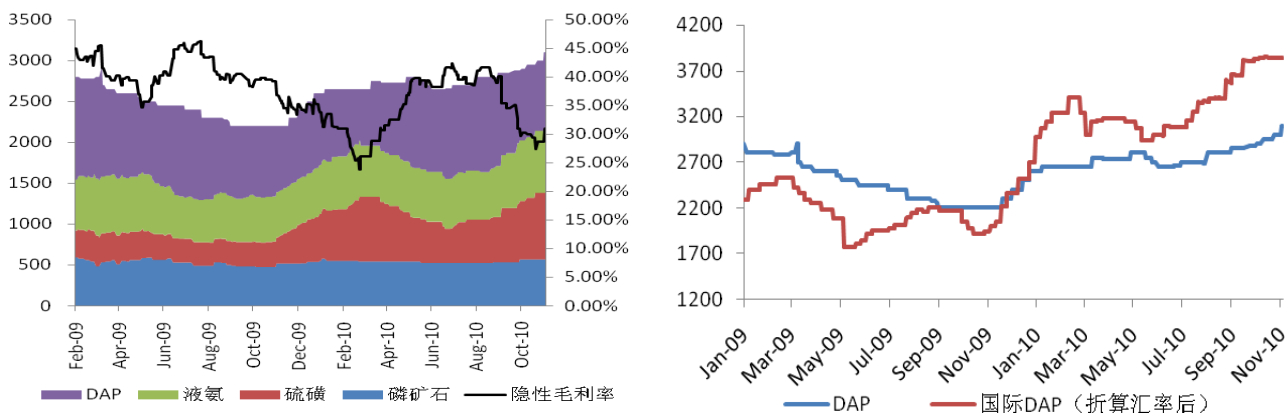
从利润空间来看，由于节能减排的严控，硫磺短期供应趋紧价格快速上浮，一定程度上吞噬了 DAP 的利润空间。根据我们的模型，国内 DAP 隐形毛利率 2 个月来处于下滑态势，下滑幅度约为 15%

图表 14 国内磷肥两年来产量及进出口量情况



资料来源：石油和化学工业协会、天相投顾

图表 15 国内外 DAP 价格走势与价差图



资料来源：百川资讯、天相投顾

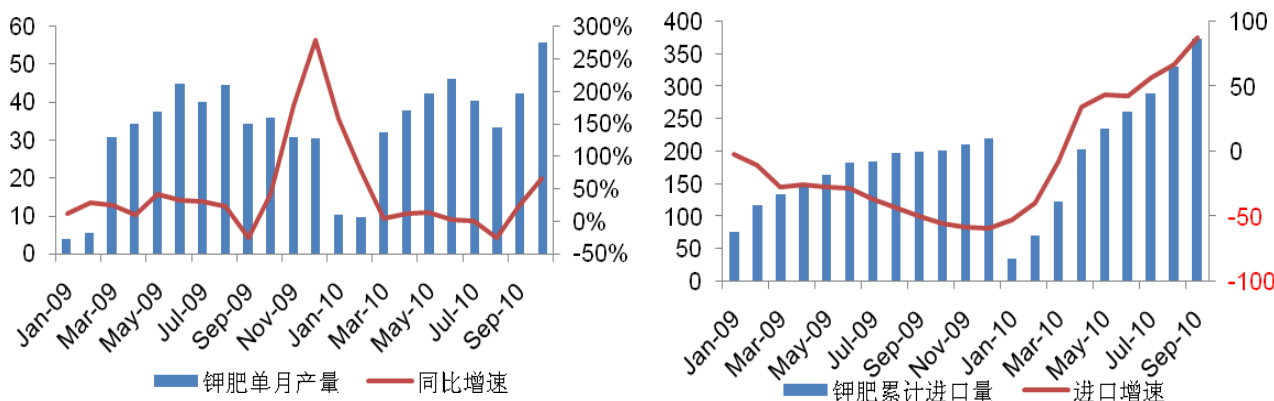


2.3 钾肥大幅降价导致收益下滑，国际需求仍在恢复

2010年1-8月，钾肥制造业累计销售收107.37亿元，同比增长21.19%；累计利润总额34.23亿元，同比增长9.9%；行业毛利率为46.99%，同比下降2.75个百分点，环比同年1-5月毛利率增长3.69个百分点，09年春季小高潮过后，钾肥持续跌价，行业盈利能力一直处于下行，产量增长趋缓。

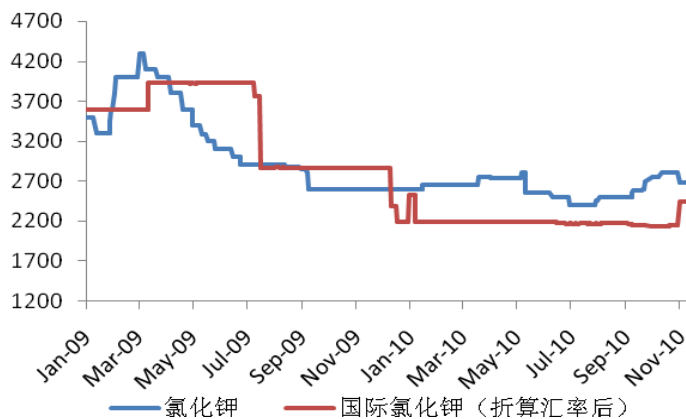
2010年1-10月，国内钾肥产量338.4万吨，同比增长14.2%。由于国内外需求不足，氮、磷肥产能严重过剩是制约钾肥价格上行的主要因素。近期氮肥、磷肥不断走好，库存消化之后，钾肥产量、进口量开始逐渐上升，未来价格可能走好，但预计短期内价格仍将处于盘整状态。

图表 16 国内钾肥两年来产量及进出口量情况



资料来源：石油和化学工业协会、天相投顾

图表 17 国内外 DAP 价格走势



资料来源：百川资讯、天相投顾

2.3 氯碱行业价涨量跌，上市公司效益将提高

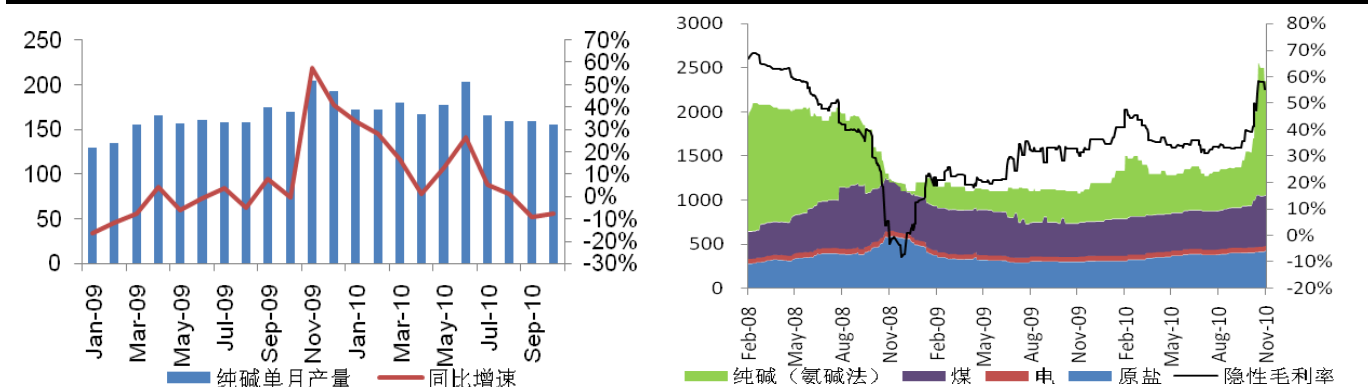
两碱行业产能过剩严重，行业回暖依赖于国内需求提高和出口增长。近期国家出台了一系列收紧房地产信贷、控制房价的政策，如果后期保障性住房建设不能弥补商品房投资的降幅，则两碱需求增速将有所减缓，行业复苏之路将更趋漫长。

四季度来看，因为短期国内市场供应趋紧，导致氯碱行业产品大幅攀升。国庆过后，多方面因素限制企业开工：江浙地区限电，节能减排的政策要求，天然气、煤炭的供应紧张预期，导致氯碱产品价格节节攀升。

氯碱行业因各种限制产量小幅下降，但因为价格上涨超预期，原材料价格未出现较大变动，盈利空间增幅明显，预计氯碱行业表现将逐渐转好。

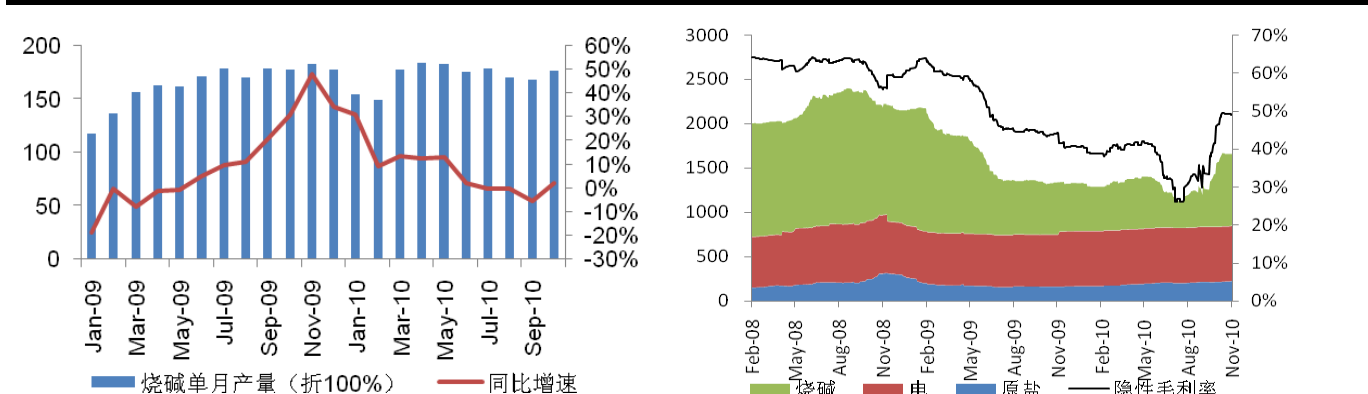
虽然近期煤炭、原盐、氯气等原材料有所上涨，但纯碱、氯碱涨价幅度远超预期，利润空间明显扩大。建议关注中泰化学（002092）、天原集团（002386）。

图表 18 国内纯碱产量及价差走势图



资料来源：石油和化学工业协会、百川资讯、天相投顾

图表 19 国内烧碱产量及价差走势图

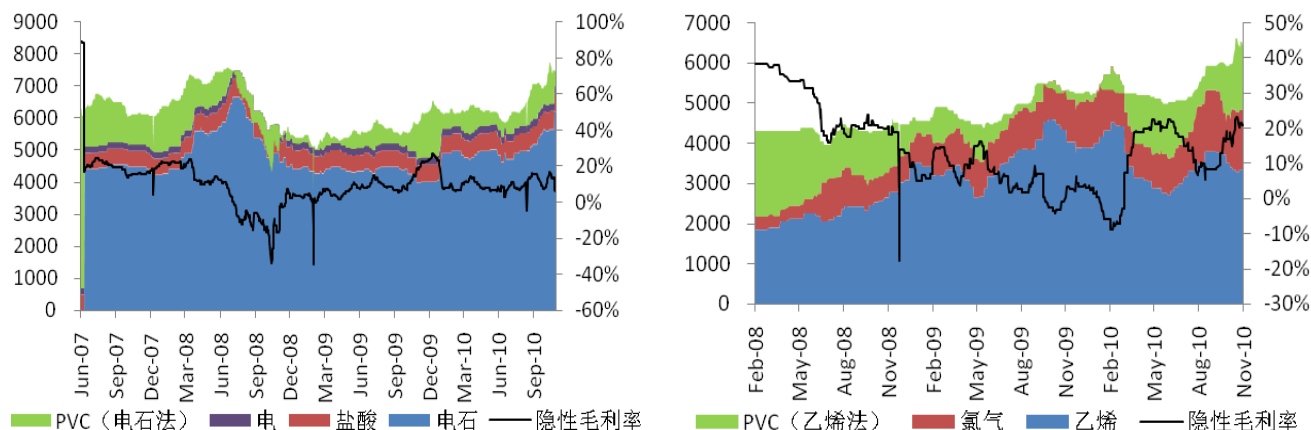


资料来源：石油和化学工业协会、百川资讯、天相投顾

下半年以来，由于原油、煤、电等价格上涨，PVC 价格受成本推动也快速上涨；随着电石价格不断攀升，乙烯价格下跌企稳，乙烯法（包括进口 VCM、EDC）在成本方面的竞争力继续保持一定优势，拥有煤、电等资源的企业相对具有一定竞争力。



图表 20 国内 PVC 价差走势图



资料来源：百川资讯、天相投顾

行业整合 促进产业链的优化

氯碱属于高能耗基础化工，产品的附加值不高，行业发展有两个主要制约因素：1) 大量的煤电资源，2) 具有一系列的下游产品来实现氯碱平衡。在行业面临困难，企业效益下滑的情况下，能够实现产业链优化的企业将可迈入规模化、集约化的发展路径，具有更大的竞争优势。而那些不具有产业链优势的企业将被通过兼并重组，逐步淘汰。

2.4 农药行业整体趋稳

2010 年 1-10 月，农药折纯产量 223.5 万吨，同比增长 21%，增速保持稳定。

2010 年 1-8 月，国内农药行业实现销售收入 1007.39 亿元，同比增长 22.47%；利润总额 61.03 亿元，同比增长 5.5%；毛利率 14.39%，同比下降 1.25 个百分点，环比今年 1-5 月下降 0.4 个百分点。上市公司中主要产品品种草甘膦由于产能过剩严重，全年价格低位运行，众多小企业倒闭，草甘膦生产企业利润同比下滑明显。由于大部分地区气候偏冷和西南地区干旱，今年春耕启动较晚，农药产量增速也大幅下降。

由于农化产品是弱周期行业，受宏观经济影响较弱，明年的需求将有所保障。根据农业部的统计预测：2011 年全国农药需求总量预计为 30.82 万吨，比 2010 年增长 2.69%。按照农药类型分析，明年杀虫剂需求略有减少，为 12.49 万吨，比上年减少 1.43%。但各类杀虫剂需求也有明显区别。与上年相比，有机磷类需求减少 4.88%，氨基甲酸酯类需求减少 6.21%，拟除虫菊酯类需求增加 16.31%，其他类杀虫剂需求增加 11.24%。

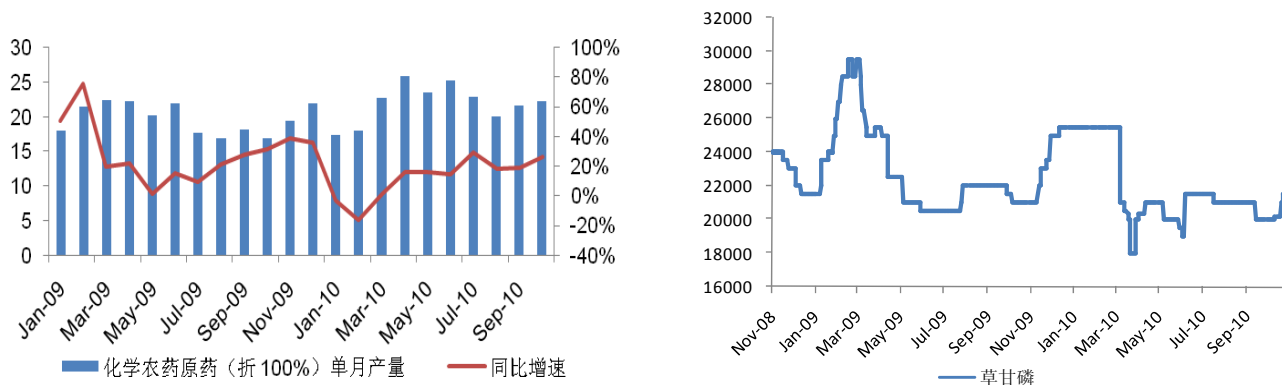
历史上我国农药产业政策相对宽松，行业进入壁垒低，低水平的重复建设和产能过剩状况严重，这也造成了我国农药生产企业众多，产业集中度很低的局面，为改变这种格局，国家不断提高行业的准入门槛。2008 年初，国家发改委将农药行业准入标准的提高、高毒农药的禁用和环保要求的提高，将使小规模、低水平投资受到抑制，规模小而不具备污染治理能力的农药企业将被淘汰；目前草甘膦等农药产品价格全年低位运行，压缩了行业利润，那些规模小、成本高的企业将面临极大的困境，而



优质农药公司将有可能抓住这次历史机遇，整合相关业务，扩大市场占有率、提高盈利能力。

近期草甘膦价格近期有所回暖，可以适当关注新安股份这类行业领军企业。

图表 21 国内农药产量及草甘膦价格走势



资料来源：石油和化学工业协会、百川资讯、天相投顾

2.5 新材料、新能源未来前景广阔

2.5.1 有机硅行业向上下游发展

有机硅产业链包含多种产品，有机硅材料在建筑、电子、化工、医疗等众多领域被广泛应用。目前，国内有机硅企业主要靠有机硅中间体和常规下游产品如硅橡胶、硅油等盈利，而国外大型有机硅企业如道康宁、瓦克等拥有从单体生产到下游深加工产品生产等完善的产业链，生产产品附加值较高。

近年来有机硅产品需求增长率普遍超过 GDP 增速，应用领域不断扩展，以硅橡胶为例，近 30 年来，需求增长率在 8%-15%，远远超过一般国家的 GDP 增长率。有机硅产品在国内的应用还有较大提升空间，预计未来几年国内有机硅产品需求增长率较国际水平要高，国际有机硅龙头也正是看到了国内有机硅市场的潜力，纷纷在国内建设产能，这在一定程度上也威胁到了本土有机硅生产企业。

国内有机硅企业要在激烈的竞争中占据一席之地，就必须延伸自身产业链、提高产品质量，这也是国内有机硅行业发展的必由之路。目前，有机硅单体生产企业向下游深加工领域延伸、下游硅橡胶行业向上游有机硅单体行业延伸已经成为行业发展的趋势，拥有完整的产业链可以有效抵御原材料价格波动对行业造成的冲击。

完善有机硅产业链，国内企业还有很长的路要走，中国有机硅下游运用领域还有较大的开拓空间，这一点从国际大厂商纷纷选择的中国建设产能的现象可以看出，国内本土企业在激烈的市场竞争中也在不断完善自己，长期来看，国内有机硅市场前景较为广阔，看好目前技术较为先进、有一定规模的本土有机硅行业先行者，如蓝星新材、新安股份等。

2.5.2 聚氨酯下游行情将启动

国内聚氨酯下游消费领域主要涉及建材、制革、制鞋、冰箱冰柜、汽车等行业。2010 年以来，由于下游需求处于浅复苏阶段，前三季度聚氨酯相关产品价格保持相

对稳定。

10 月份以来，由于万华装置受限电影响开工率下降，货物多供应合同用户，外发市场较少；部分企业进入年末检修期，市场供货量继续减少；加之上游纯苯价格上涨的成本推动，下游氨纶及浆料企业开工良好；近期聚合 MDI、纯 MDI 价格呈现快速上涨态势。

目前国内 MDI 总产能为 160 万吨，近 2 年内国内仅万华的 30 万吨新增产能投产（亨斯曼 24 万吨处于环保公测阶段、巴斯夫 40 万吨尚未通过审批）。

图表 22 国内 MDI 产能及将新增产能情况

名称	产能	新建产能	备注
拜耳上海	35		
烟台万华	80		
上海联恒	24	24	现处于环保公测阶段，2013 年前不会对市场产生冲击
亨斯曼	16		
巴斯夫		40	尚未开工建设
NPU 瑞安	5		
合计	160	64	

资料来源：天相投顾

从供需来看，我们预计纯 MDI 2010-2012 年需求为 41 万吨、47 万吨、54 万吨；聚合 MDI 为 70 万吨、86 万吨、106 万吨；MDI 合计为 112 万吨、133 万吨、160 万吨。长期来看，我们认为 MDI 市场将逐步走向供需平衡状态，未来价格将保持逐渐上行。

我们看好烟台万华长期的发展前景，30 万吨 MDI、35 万吨苯胺的投产将使公司明后年的业绩愈加亮丽。

图表 23 国内聚合 MDI 及硬泡组合聚醚需求预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
需保温建筑面积（亿平方米）	9.1	10.3	12.4	15.7	17.5	20.0
需保温外墙面积（亿平方米）	3.8	4.3	5.2	6.6	7.4	8.4
节能标准执行比率	71.0%	82.0%	85.0%	90.0%	95.0%	95.0%
使用聚氨酯硬泡保温的比例	1.5%	4.0%	7.0%	15.0%	18.0%	25.0%
聚氨酯保温面积（亿平方米）	0.0	0.1	0.3	0.9	1.3	2.0
建筑所需聚氨酯硬泡（万吨）	0.4	1.4	3.1	8.9	12.6	20.0
冰箱产量（万台）	4416	4757	6064	7761	9779	12224
增速	5.1%	7.7%	27.5%	28.0%	26.0%	25.0%
冰柜产量（万台）	1187.0	1177.6	1269.8	1587.2	1904.6	2285.6
增速	45.0%	-0.8%	7.8%	25.0%	20.0%	20.0%
冰箱冰柜用聚氨酯硬泡需求量（万吨）	33.6	35.6	44.0	56.1	70.1	87.1
汽车（万辆）	904.3	961.5	1382.7	1659.2	1991.1	2389.3
增速	22.5%	6.3%	43.8%	20.0%	20.0%	20.0%
汽车用聚氨酯硬泡需求量（万吨）	6.8	7.2	10.4	12.4	14.9	17.9
电热水器（万台）	1036.9	1636.8	1989.0	2426.6	2960.4	3611.7
增速	23.5%	57.9%	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%
电热水器用聚氨酯硬泡需求量（万吨）	1.0	1.6	2.0	2.4	3.0	3.6

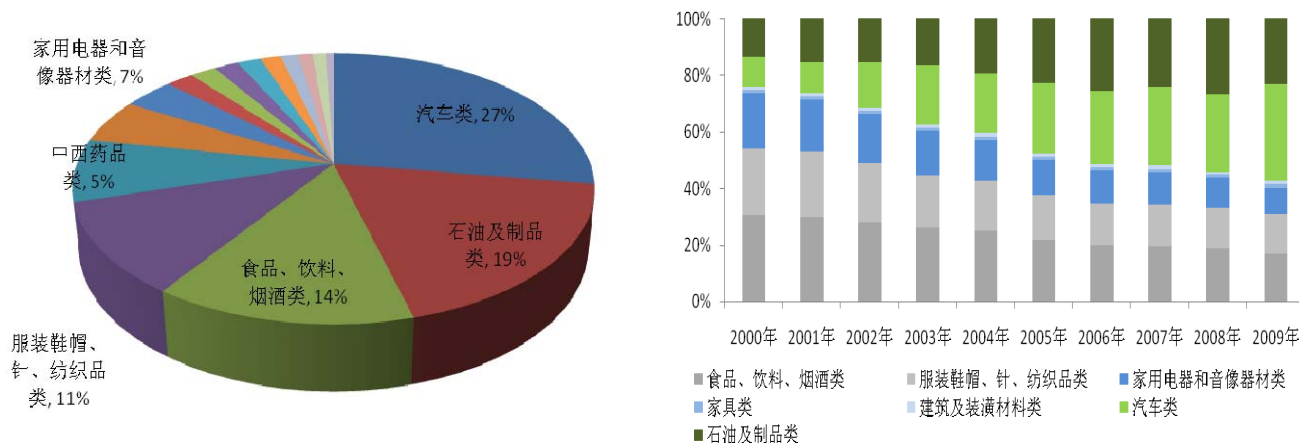


其他（万吨）	41.8	48.1	55.3	63.6
增速		15.0%	15.0%	15.0%
合计（万吨）	101.3	127.9	155.9	192.1
聚合 MDI	55.70	70.37	85.72	105.67
硬泡组合聚醚	45.57	57.58	70.14	86.46

资料来源：天相投顾

2.5.3 汽车、新能源汽车行业快速发展下的需求带动

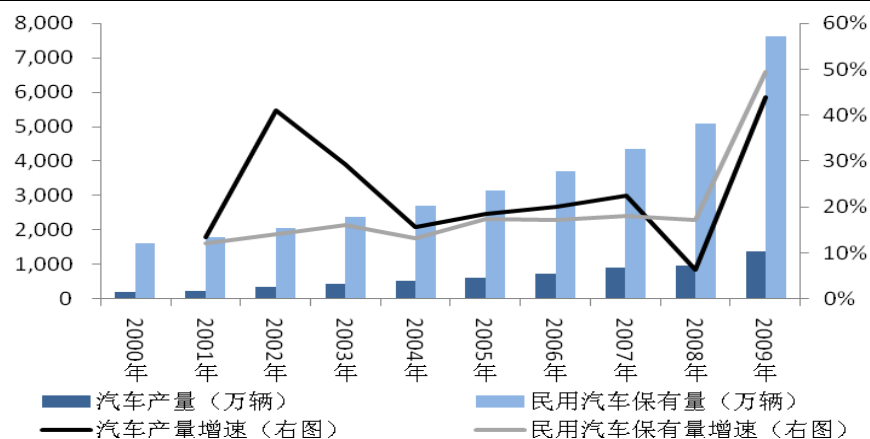
图表 24 2009 年零售批发总额结构（左图）和零售总额结构走势（右图）



资料来源：国家统计局 天相投顾

汽车相关消费占比最大，增速最快。从总量上来看，汽车类和石油及制品类达到批发零售总额的 46%，是最大的消费领域，并且近年占比逐年提高。2009 年受益于政策支持，汽车市场获得井喷式的发展，我们认为未来汽车销量增速相对 2009 年将有所放缓，但仍保持 20%以上的高增长水平。

图表 25 汽车产量与保有量



资料来源：国家统计局 天相投顾

受益于减低能耗和成本的驱动，改性塑料在汽车领域广泛应用。用塑料代替金属可以降低汽车自重进而减少能耗，使得改性塑料获得汽车厂商的青睐。自 20 世纪 70 年代开始，塑料占汽车自重的比例不断提高，国际上平均单车的塑料用量从上世纪的 50—60 公斤发展到 2000 年的 105 公斤，到 2005 年已经进一步提高到 150 公斤。日本、美国和欧洲等国家的单车塑料用量已达到汽车总重的 13%，经过多年发展我国

也达到 8%左右，还在延续增长势头。我们看好技术具备技术和品牌优势的改性塑料领军企业普利特（002343）。

图表 26 改性塑料在汽车中的应用

汽车部件	改性塑料的应用
汽车保险杠	目前世界范围内约有 92%的保险杠是用高分子材料制成的，而改性 PP 是使用最多的材料，国外已经开始使用 PC/PBT 合金
汽车仪表板	最早使用的是 PVC，随后 PVC/ABS 合金开始得到广泛应用，现在开始使用 PP 和热塑性聚烯烃弹性体（TPO）
汽车内饰件	以汽车塑料方向盘为例，主要采用 PU、改性聚烯烃和尼龙等材料；内门板所用材料采用改性 PP 或 ABS 作为骨架；座椅的材料一般选用高弹性的 PU
汽车燃油箱	塑料燃油箱通常采用 HMHDPE 作为基材，辅以黏接和阻隔性材料（PA 或乙烯-乙烯醇共聚物（EVOH））。
汽车挡泥板	塑料挡泥板使用热塑性塑料合金较多，如 BASF 开发了 PA/PP0 共混物制挡泥板

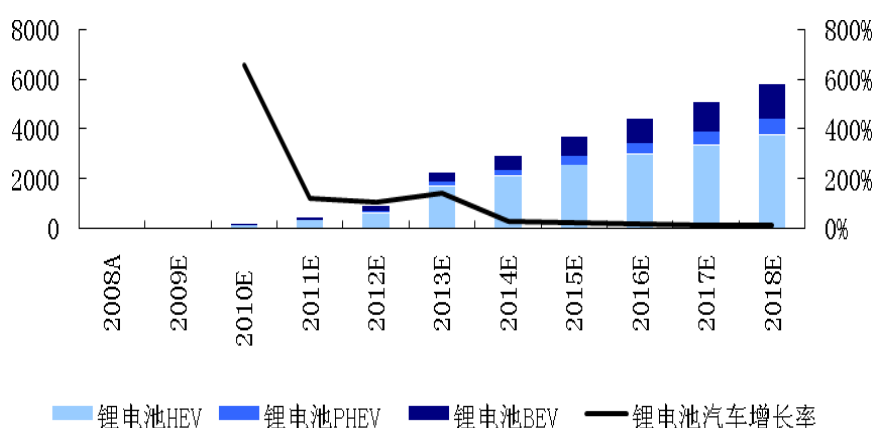
资料来源：国家统计局 天相投顾

新能源汽车蓄势待发，锂电材料机会显现。随着低碳环保越来越受到重视和政策推动，新能源汽车驶上了快车道，而新能源汽车核心是动力锂电池，相应的上游材料行业就是锂电池的正极材料、负极材料、电解液和隔膜。

而我们认为我国锂电池材料厂商能够享受新能源汽车盛宴主要得益于两大全球范围内产业转移，一是锂电池生产向中国转移，二是锂电池原料采购向中国转移，两大转移使得国内锂电材料有了丰富的技术积累和足够的国际竞争力，一旦新能源汽车市场完全打开，中国厂商将获得跨越式的发展。

受益的公司有电解液相关的江苏国泰（002091）、新宙邦（300037），多氟多（002407），正极材料相关的当升科技（300073），隔膜相关的佛塑股份（000973）。我们看好在六氟磷酸锂技术即将获得突破在多氟多（002407），目前公司估值过高，可适当关注回调后的介入机会。

图表 27 锂电新能源汽车预测



资料来源：天相投顾



图表 28 我国新能源汽车相关政策法规

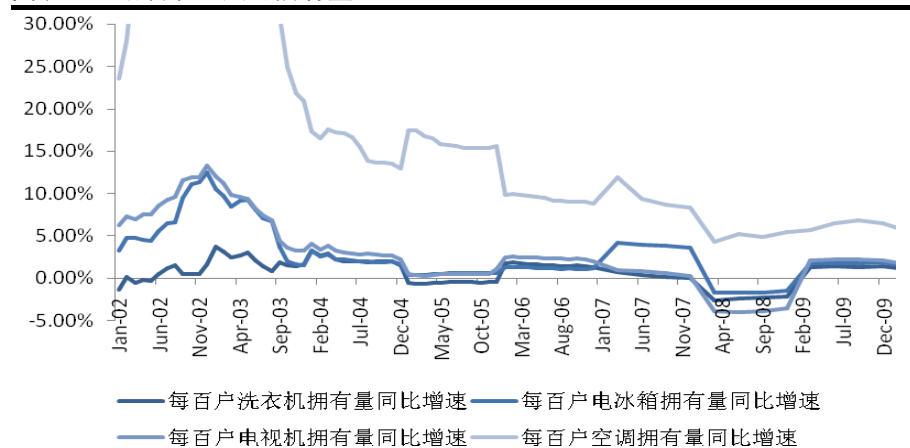
时间	政策法规
2009 年 1 月	《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》 《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》
2009 年 3 月	《汽车产业调整和振兴规划》
2010 年 6 月	《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》

资料来源：天相投顾

2.5.4 城市家电消费升级、家电下乡效应显现带动上游材料公司向好

城市家电升级换代成主流趋势。从城镇人均家电拥有量的变化来看，目前城市市场家电普及率较高，户均拥有量维持在一个较高水平，未来的需求主要来自于升级换代的需求。

图表 29 城镇家电人均拥有量



资料来源：国家统计局 天相投顾

图表 30 主要家电的发展趋势

	现阶段	新主流
电视	CRT	液晶
冰箱	含氟制冷剂、单门	无氟、多门
空调	定频	变频
洗衣机	波轮	滚筒

资料来源：天相投顾

“家电下乡”启动农村增量市场，“以旧换新”力促升级。“家电下乡”政策启动农村市场，家电有效需求不断扩大。而随着“以旧换新”政策的实行和限价的提高，农村市场不再是低价家电的销量的增长，中端家电的也有望获益。

图表 31 家电消费刺激政策

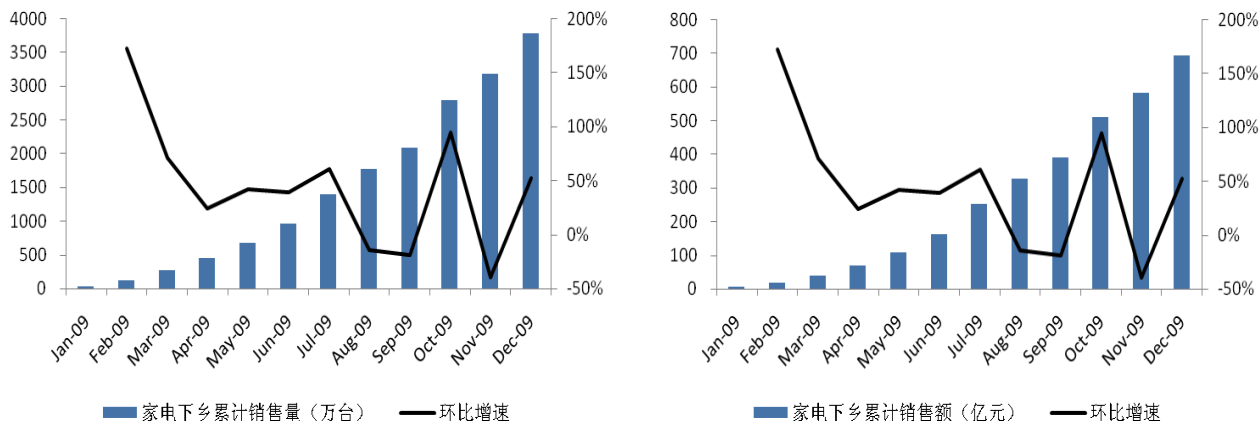
时间	政策	内容
2007 年 11 月	《家电下乡试点工作实施方案》	在山东、河南、四川、青岛试点
2008 年 10 月	《家电下乡推广工作方案》	将内蒙古、辽宁（含大连）、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西纳入推广地区范围
2009 年 3 月	《关于加大家电下乡政策实施力度的通知》	扩大补贴品种到 10 类；将限购 1 台增加到 2 台
2009 年 6 月	《家电以旧换新实施办法》	9 省市试点补贴



2009 年 8 月	《家电以旧换新运费补贴办法》	对家电回收运费实行补贴
2010 年 3 月	《新增家电下乡补贴品种实施方案》	新增 6 类补贴产品
2010 年 3 月	《关于家电以旧换新运费补贴的补充通知》	运费补贴每台提高 10 元
2010 年 4 月	《家电以旧换新拆解补贴办法》	补贴以旧换新拆解处理

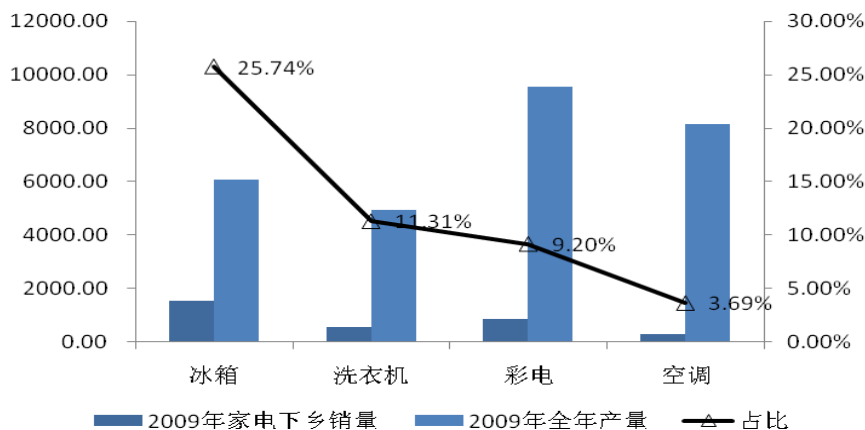
资料来源：家电下乡信息管理系统 家电以旧换新信息管理系统 天相投顾

图表 32 家电下乡销量（左图）和销售额（右图）



资料来源：家电下乡信息管理系统 天相投顾

图表 33 主要下乡家电销售占全年产量的比例



资料来源：家电下乡信息管理系统 天相投顾

从家电消费升级的趋势来看，一是特定产品功能性加强，类似于关注电视的视觉效果和洗衣机的洗涤效率等，上游材料企业往往是下游特定产品的配套；另一类的趋势是通用性的需求提高，就是人们对环保、节能、安全、美观的诉求不断提高，这类升级需求往往伴随着上游材料单位用量的提高和一定改性需求。受益的材料企业有液晶材料厂商永太科技（002326）、塑料阻燃剂厂商雅克科技（002409）、粉末涂料专用聚酯树脂龙头神剑股份（002361）、保温材料厂商烟台万华（600309）和红宝丽（002165）、含氟制冷剂替代品厂商巨化股份（600160）。其中我们看好受益于液晶电视替代 CRT 电视的液晶材料供应商永太科技（002326）。



3. 重点公司评述及盈利预测

3.1 长期立足增长，淘金新材料与精细化工

从“十二五”六大任务出发，着眼精细化工、节能环保、资源整合、新材料等行业，挖掘具有长期增长的上市公司。

1) 烟台万华（600309）：供需逐步走向平衡的市场带动公司稳定发展

公司 2010 年建成投产的 30 万吨 MDI 产能，是我国近 3 年内唯一一个建成达产的产能，根据我们的需求预测，未来 3 年内行业将逐渐走向供需平衡，届时 MDI 产品价格及需求将逐渐走好。公司作为国内最大的 MDI 生产家，目前拥有 80 万吨产能，新增配套的 36 万吨苯胺产能更是能降低 MDI 10%左右的成本，扩大公司利润空间，巩固公司国内 MDI 龙头老大的地位。我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.86 元、1.14 元、1.31 元，以 12 月 1 日收盘价 18.87 元计，对应动态市盈率分别为 22 倍、17 倍、14 倍，维持其“增持”评级。

对于上海胶州路大火对聚氨酯“易燃且有毒”的误解，中国聚氨酯工业协会已经给出解释及证据。我们认为作为国际上普遍使用的节能保温材料聚氨酯，其具有难燃性的硬泡材料，将在未来的国内市场取得更大的空间。

2) 普利特（002324）：技术领先服务制胜，领军国内车用改性塑料产业

公司主营车用改性塑料，是我国汽车制造商引进车型国产化项目以及国内自主品牌汽车厂商的首选原料供应商之一，“普利特”牌汽车用改性塑料已在全国 20 多家主要汽车制造商的 100 余种车型上得到广泛的应用。我国汽车产量 2004 至 2008 年间年均复合增长率 16.52%。按照 2011 年我国汽车用改性塑料达到每辆车 150kg 测算，则 2011 年国内汽车用改性塑料市场容量将达到 199 万吨左右。公司现有汽车用改性塑料生产线 23 条，产能达到 6 万吨。按计划，公司 2010 年将新增产能共 1.85 万吨，其中改性聚烯烃 PP 类 1.2 万吨、改性 ABS 类 0.5 万吨、塑料合金 PC 类 0.15 万吨。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.03 元、1.46 元和 1.94 元，以 12 月 1 日收盘价 43.48 元计，对应的动态市盈率为 42 倍、30 倍和 22 倍，维持公司“增持”的投资评级。

3) 永太科技（002326）：成本优势突出，液晶材料想象空间巨大

公司专注氟苯系列精细化工生产，自主改进工艺，依托综合性生产平台，成本优势明显。公司产品兼具医药、农药中间体和液晶单晶化学品。随新厂区建设解决产能瓶颈，及募投项目相继建成投产，未来二年业绩成长性非常突出。

公司西他列汀侧链项目，预计将于今年 9 月建成。届时公司西他列汀侧链产能将由目前的 30 吨/年扩张到 60 吨/年。由于生产工艺比较成熟，今年即可供应利润。TFT 液晶材料项目预计将于 2011 年中期建成。届时公司将新增 L1~L5 系列 TFT 液晶材料产能共 81 吨/年，达产后最少可年带来新增销售收入 4 亿元。由于能量产液晶材料的厂家极少，液晶材料 TFT 产品毛利率高达 60~70%，将给公司带来飞跃式增长。

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.70 元、1.68 和 2.55 元，以 12 月 1 日收盘价 61.5 元计，对应动态 PE 分别为 88 倍、37 倍和 24 倍，未来随募投项目建成



投产,尤其是高端液晶化学品量产,业绩将呈现翻倍增长,是中长期的良好投资标的,维持“增持”的投资评级。

4) 浙江龙盛(600352): 业绩增长稳定, 染料新龙头隐现

公司是我国乃至世界染料行业的龙头企业,在染料中间体方面具有技术优势和成本优势。公司通过全资子公司参与新加坡 KIRI 的定向发行可转债,新加坡 KIRI 将用募集资金收购染料巨头 Dystar 的国际业务,将对公司全球化发展产生协同效应,可转换债券形势也使公司进退自如,一定程度上降低了风险。公司在多元化经营方面也进行有益探索。公司溴丁橡胶项目今日取得重大进展,中试结果令人满意,这将使我国在该项目上打破美德垄断,实现自主生产成为可能。溴化丁基橡胶是制造无内胎轮胎不可替代的原材料,也是医用橡胶制品的必须原料。作为国民经济的支柱产业之一,中国汽车工业正在迅速发展,汽车轮胎也已向子午化、扁平化和无内胎化发展。若公司该项目投产,将在国内占据绝对市场地位,形成垄断优势。此外公司参与锦州银行的股权认购,也是公司对金融产业投资的一次有益尝试。股权激励成功实施后是公司长期发展的动力源泉。考虑到,溴丁橡胶短期难以产业化,对新加坡 KIRI 的股权转换具有不确定性,我们给予公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.69 元、1.00 元、1.80 元,以 13.10 元价格对应市盈率为 19 倍、13 倍、7 倍,维持“买入”投资评级。

3.2 中短期看好利润空间出现转变的细分行业

由于供需出现变化产生的投资机会,从氯碱、氮肥、磷肥行业里挑选优质企业。

1) 湖北宜化(000422): 价格波动下的最大受益者

公司是国内最大的尿素生产企业,现有尿素产能 250 万吨/年,开工率接近 90%;公司尿素业务弹性行业排名第一,尿素涨价对公司 EPS 增厚效果最明显,尿素价格每上涨 100 元,有望增厚 EPS0.09 元。公司还是国内最大的磷化工企业之一,拥有磷酸二铵产能 70 万吨/年,毛利率高于行业平均水平;并且公司拥有 3 亿吨优质磷矿储量,资源优势明显,保证了公司磷酸二铵具有长期的成本优势,为后续产能扩张提供了稳定的保障,而产能扩张将成为公司“十二五”期间最大的亮点。此外,公司拥有 PVC 产能 54 万吨/年,由于成本优势明显,该产品毛利率和营业收入增长率均高于行业平均水平,是公司近两年重要的利润增长点。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.16 元、1.59 元和 1.83 元,以 12 月 1 日收盘价 18.51 元计,对应动态市盈率分别为 16 倍、12 倍、10 倍,上调至“买入”的投资评级。

2) 中泰化学(002092): 资源优势下的氯碱产品涨价受益者

公司为典型的氯碱企业,多年来保持行业领先优势,目前拥有 46 万吨/年 PVC 和 35 万吨/年离子膜烧碱产能,年底华泰二期 36 万吨/年 PVC 和 35 万吨/年离子膜烧碱也将投产。公司一直保持高速增长,未来将成为 PVC 树脂产能超过 200 万吨/年的国内乃至世界氯碱巨头。随着产业链一体化程度的提高和产能的扩增,公司的竞争力和盈利能力日益提升。目前,国内部分地区因为减排任务,对工业限电减产,对电石减少供给,再加上国际原油价格上涨,这使得公司对上游煤炭、盐矿、电石和电力资源的整合优势得以突显,有效降低了成本。我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.20 元、0.66 元和 0.84 元,以 12 月 1 日收盘价 14.88 元计,对应动态市盈率为

74 倍、23 倍、18 倍，维持“增持”投资评级。

3) 天原集团 (002386)：技术、矿产优势促长期稳定发展

公司是西南地区氯碱龙头，主要生产 PVC 树脂、烧碱和水合肼等化工产品，其产能已分别达到 52 万吨/年、41.8 万吨/年和 1.5 万吨/年。公司凭借先进的技术优势，降低成本：国内首创干法制乙炔技术，在理想状态下，能耗仅为传统工艺的 1/3；大力发展耗碱产品，解决了氯碱平衡问题，使得开工率和毛利率均明显高于行业平均水平；研发烧碱装置低温耦合技术，将节约成本 30% 以上。公司不断加强控制上游的原料和能源，延伸产业链。白煤、原盐、电石和电力在达产后，可实现自给率分别为 100%、100%、82.62% 和 41%，但目前产能与以上预期仍有差距。随着以上主要原料价格上涨以及国家对电石和直购电调控政策的转变，公司的成本压力突出。另外，公司正着手收购四川马边磷矿资源，进一步降低公司生产成本，更具资源优势。我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.36 元、0.49 元、0.78 元，以 12 月 1 日收盘价 16.83 元计，对应动态市盈率分别为 47 倍、34 倍、22 倍，维持其“增持”投资评级。

图表 34 重点上市公司 EPS 预测和投资建议

代码	名称	股价	EPS			PE			评级
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	
000422	湖北宜化	18.51	1.16	1.59	1.83	16	12	10	买入
600352	浙江龙盛	13.1	0.69	1	1.8	19	13	7	买入
600309	烟台万华	18.87	0.86	1.14	1.31	22	17	14	增持
002386	天原集团	16.83	0.36	0.49	0.78	47	34	22	增持
002324	普利特	43.48	1.03	1.49	1.94	42	29	22	增持
002326	永太科技	61.5	0.7	1.68	2.55	88	37	24	增持
002092	中泰化学	14.88	0.2	0.66	0.84	74	23	18	增持

资料来源：天相投资分析系统

3.3 投资风险提示

行业的主要风险来自于两方面：1.上游石油、煤炭、天然气价格的波动，特别是石油价格的剧烈涨幅将对绝大部分化工企业的利润空间产生巨大恶性影响；2.下游需求的萎靡，房地产的严格调控持续将对涂料、氯碱、聚氨酯等行业带来明显的影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518040