

2011-04-01

证券研究报告

行业研究 / 固定产品

化工

增持/维持评级

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

肖洁

(0755)8236 8532

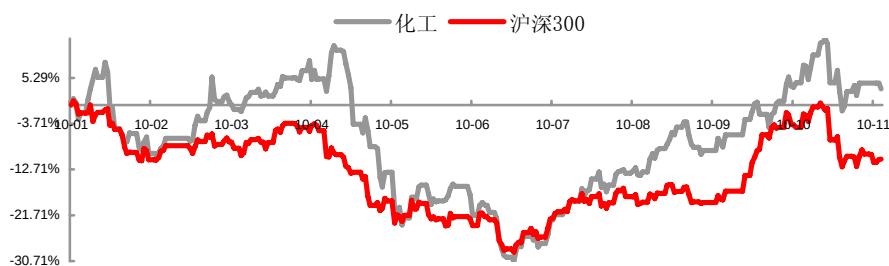
xiaojie@mail.htlhsc.com.cn

成本传导不畅、旺季不旺

—3 月化工产品盈利能力分析

- 3 月，春耕备肥即将结束，化肥价格和盈利短期已经达到阶段性高点，二季度，化肥需求进入淡季，产品盈利能力很难提高；煤化工产业链的盈利略有恢复，逐渐消化前期能源价格的上涨，甲醇、硝酸、醋酸的盈利能力环比 2 月提高 11%、9%、22%。我们预计 6 月 1 日开始随着磷肥出口低关税期到来，国内磷肥、磷化工行业将有所表现，**关注兴发集团**。
- 3 月，电石法 PVC 的盈利能力环比 2 月提高 6%，同比 2010 年 3 月提高 9%。未来，受电石行业淘汰落后产能影响，产业链瓶颈仍在电石，关注电石自给的上市公司，新疆天业、英力特、中泰化学。3 月，纯碱价格逐渐回归理性，维持在 1600-1700 元/吨，同比 2010 年同期提高 15%。二季度，在 1000 万套保障房和旺季来临的共同影响下，纯碱的价格不会出现大幅度下滑，**关注行业龙头双环科技、山东海化**。
- 3 月，聚氨酯、化纤行业呈现出“旺季不旺”的局面。在原材料整体大幅上涨，下游需求复苏不足的背景下，中上游供需结构较好的品种 MDI、BDO、PO、PTA 盈利能力环比 2 月变化幅度分别为 0%、20%、0%、-2%。二季度为纺织、电子、汽车、家电等行业的生产旺季，产品盈利下滑的空间不大；受制于成本传导不畅，盈利能力扩大空间有限。**关注烟台万华、山西三维**。
- 3 月，下游氨纶、涤纶直接面临下游需求，成本传导并不顺畅，盈利能力收窄，分别下滑 2%、10%。2011H2，氨纶存在 25%的扩产压力，涤纶也面临大规模投产，行业盈利能力可能进入下行通道。
- 3 月，AA 盈利能力小幅回落 3%，CPL 盈利能力小幅提高 4%，两者均处于高景气，2011 年，CPL 行业供需结构依旧紧张，高景气可能维持，AA 则面临 30-40%的新增产能的消化，盈利能力或有下滑。
- 3 月，TDI 盈利能力提高 7%，主要基于日本地震影响的供给紧张，下游软体家具需求并不乐观。2011 年，国内 TDI 产能扩张超过 70%，未来 2-3 年为产能的消化期，盈利状况很难改善。
- 风险提示：通胀超预期、油价下跌的风险。

最近 52 周行业表现

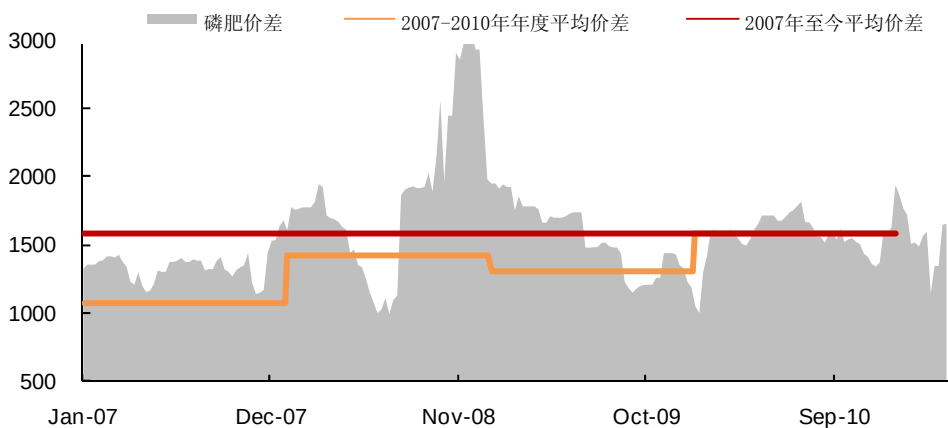


农化产业链

2011 年 3 月，春耕备肥即将结束，磷肥价格短期已经达到阶段性高点，磷肥的价差基本稳定，环比 2 月小幅提高 3%。我们预计 6 月 1 日开始随着磷肥出口低关税期到来，国内磷肥价格才会有所表现。

图 1： 磷肥价差相对稳定

元/吨

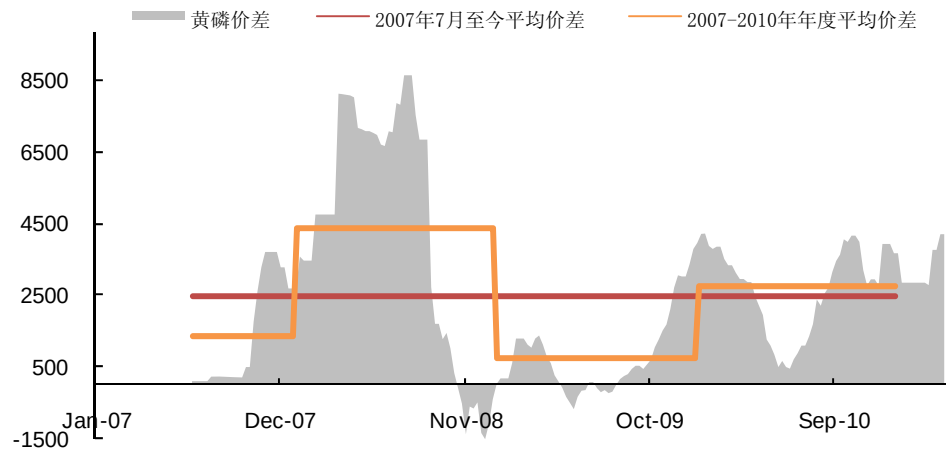


资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

3 月，黄磷价差扩大近 40%，主要是受制于供应紧张。贵州矿难后，火电不足。四川马边也在进行电力安全检查。我们预计 2011 年我国电力供应将非常紧张，黄磷产量将受到限制，这将会带来黄磷在丰水期间价格回落幅度低于预期。

图 2： 黄磷价差扩大

元/吨

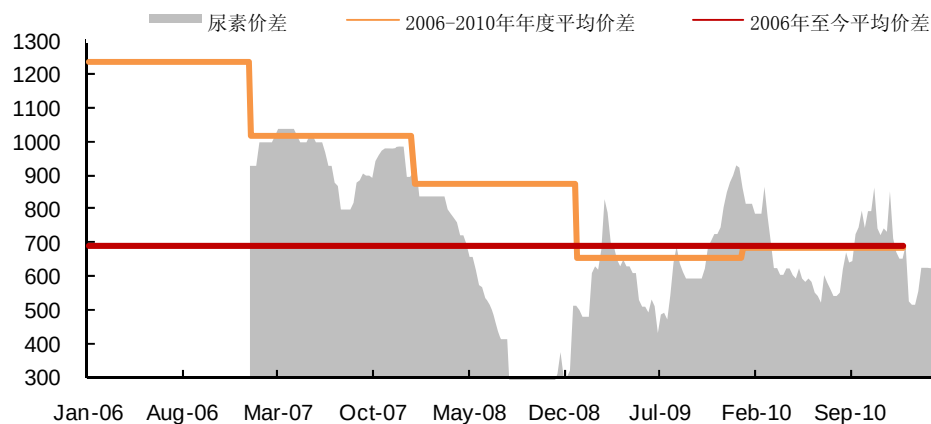


资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

2011 年 3 月，氮肥价格回落 50 元/吨，月度均价 1970 元/吨左右，盈利开始收窄。春耕行情结束之后，我们提示短期的价格和盈利的下行风险。

图 3: 尿素盈利稳定

元/吨

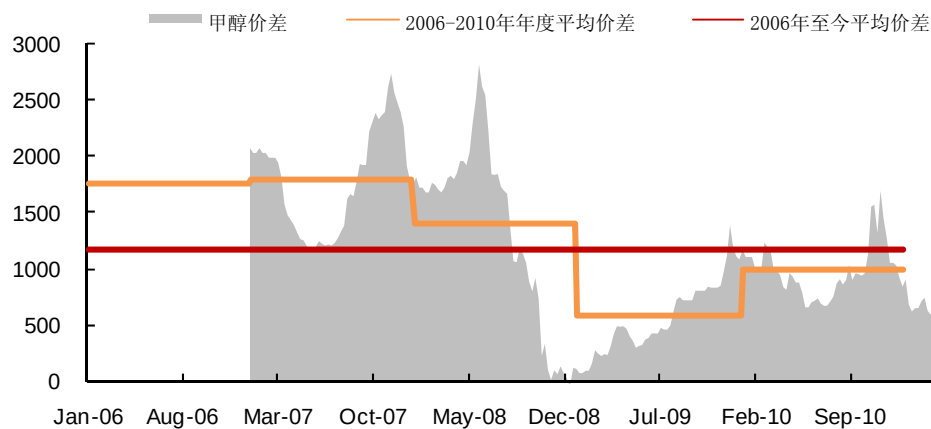


资料来源: 中华商务网、华泰联合证券研究所

3月, 前期能源价格(国际油价、国内煤炭)的上涨逐渐在下游煤化工产业链内消化。甲醇、硝酸、醋酸的盈利能力有所恢复, 环比2月提高11%、9%、22%。二季度, 化肥需求进入淡季, 产品盈利能力很难提高。

图 4: 甲醇盈利能力有所恢复

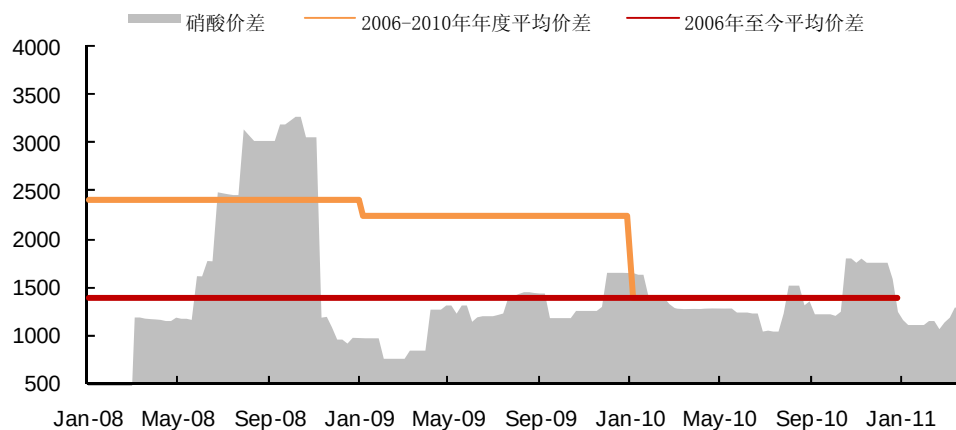
元/吨



资料来源: 中华商务网、华泰联合证券研究所

图 5： 硝酸盈利能力略有恢复

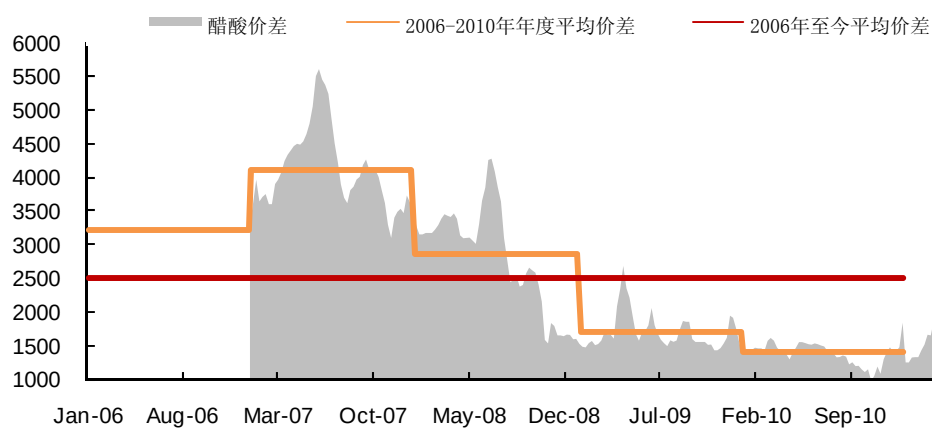
元/吨



资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

图 6： 醋酸的盈利能力回升

元/吨



资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

地产产业链

2011 年 3 月，电石行业节能减排限电影响逐渐淡去，价格恢复理性，电石法 PVC 的盈利能力逐渐恢复，环比 2 月提高 6%，同比 2010 年 3 月提高 9%。2011 年，国际油价超过 100 美元/桶之后，对于 PVC 价格的拉动逐渐弱化，电石行业淘汰落后产能的力度可能超预期，电石法 PVC 整条产业链的瓶颈仍然集中在电石环节，关注电石自给的上市公司，新疆天业、英力特、中泰化学。

图 7: PVC 价差稳定

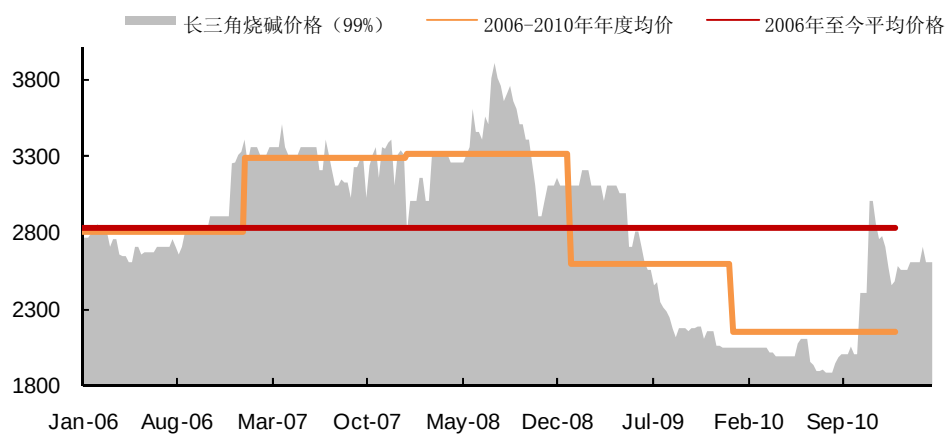
元/吨



资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

图 8: 烧碱盈利略有回落

元/吨



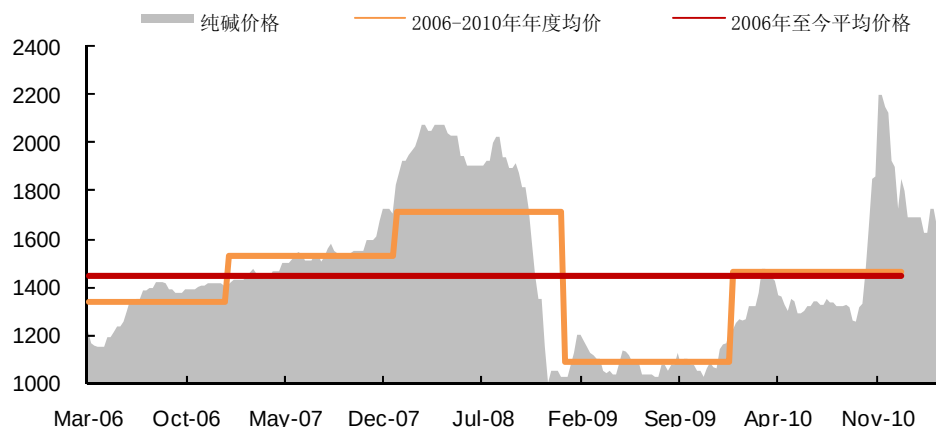
资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

2011 年 3 月，纯碱价格基本稳定，维持在 1600-1700 元/吨，国内纯碱价格逐渐回归理性，同比 2010 年同期提高 15%。二季度为传统旺季，我们判断纯碱的价格不会出现大幅度下滑。

2011 年，纯碱行业产能投放不多，处于供需弱平衡。1000 万套保障房也将拉动纯碱下游的需求，行业的盈利能力同比 2010 年将好转，关注行业龙头双环科技、山东海化。

图 9： 纯碱盈利略有回落

元/吨



资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

纺织、聚氨酯产业链

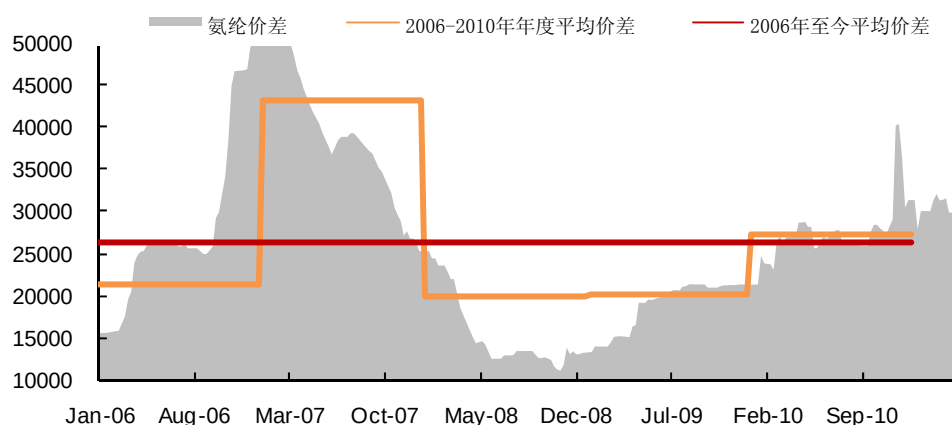
2011年3月，氨纶行业盈利能力环比2月份小幅下滑2%，呈现出旺季不旺的局面；同比2010年提高15%，行业走在复苏通道之中。但是据我们了解，下游纺织行业很难接受原材料价格的大幅上涨，成本传导并不顺畅。

二季度，下游纺织服装依旧是生产旺季，氨纶价格下跌空间不大，由于下游的成本传导能力较差，价差大幅扩大的空间亦不大。

2011H2，氨纶行业存在近10万吨左右的扩产计划，占目前总产能的25%左右，行业盈利能力可能在下半年开始趋势下滑。

图 10： 氨纶盈利能力同比提高

元/吨



资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

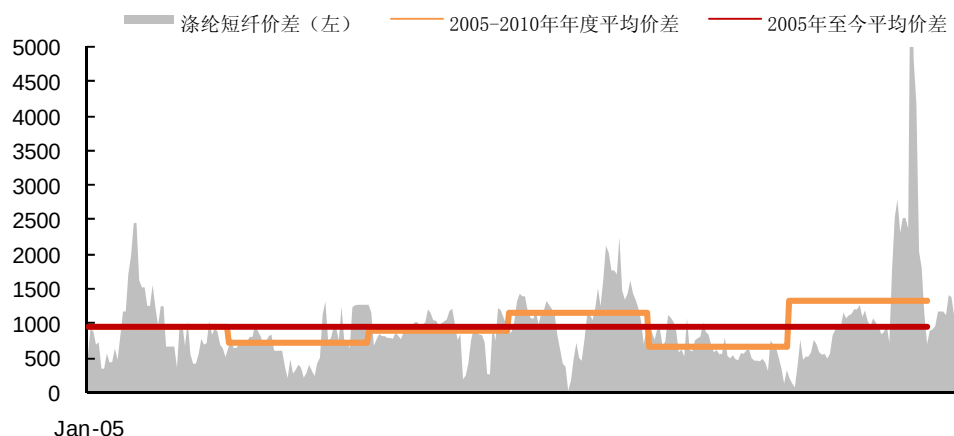
2011年3月，棉花328均价30780元/吨，环比2月提高4%，炒作因素逐渐淡去，价格逐渐上涨体现了供需紧张的局面。3月31日，USDA公布了2011年美国棉花种植意向，种植面积同比增长15%，低于市场之前20-30%的增速的预期；同时，2011年国家提出棉花收储最低限价20000元/吨，保障棉花种植的利润空间以提高棉花的

种植意向。从长期来看，2011-2012 年，全球棉花供给紧张的局面将有所改善，但棉价高位的趋势不会改变，我们依旧维持 2011 年棉价维持在 25000-28000 元/吨以上的判断。

3 月，涤纶短纤的均价依然维持在 14700 元/吨的高位，但盈利大幅度收窄，环比 2 月下滑 10%。由于日本地震之后，影响了部分上游 PX 的供给带来原材料 PX、PTA 的上涨。在棉价高位的大背景下，我们认为上游 PX、PTA 由于供需结构较好、扩产周期较长，盈利相对较好，关注同时具备 PTA 和涤纶产能的 ST 光华和涤纶长丝盈利较好的新民科技。

图 11： 涤纶短纤盈利回落

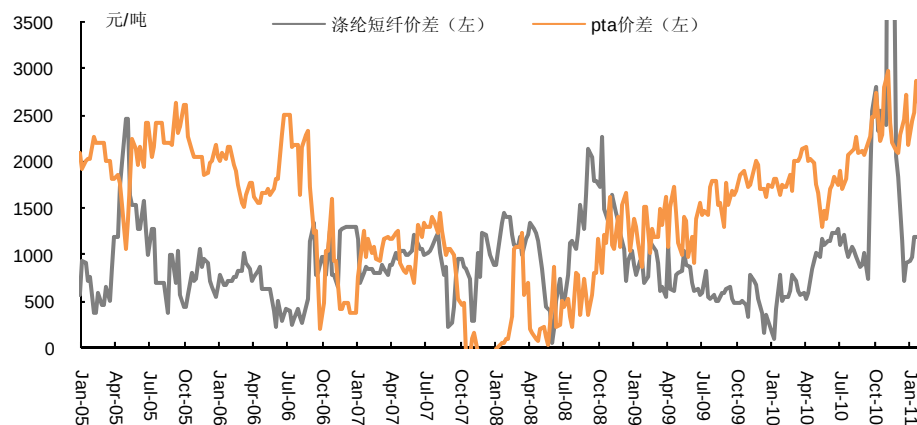
元/吨



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

图 12： PTA 盈利高位盘整

元/吨



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

2011 年 3 月，山西三维 BDO 散水月度均价上涨 12%，至 23500 元/吨；电石法 BDO 的盈利能力环比 2 月份提高 20%，再度接近历史盈利高点。二季度，国际油价高位提供 BDO 成本的有力支撑，同时下游汽车、电子、纺织品等行业均处于生产旺季，需求拉动下成本传导较为顺畅。

图 13: BDO 盈利大幅提高

元/吨



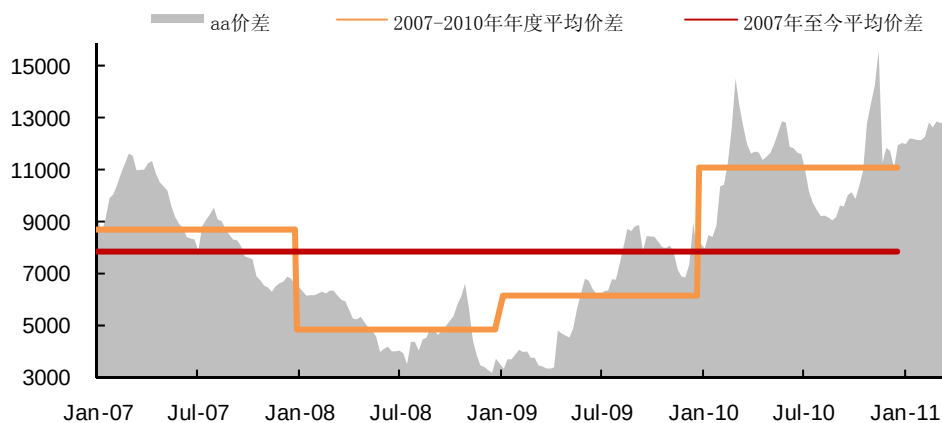
资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

2011 年 3 月，AA 下游鞋底原液、浆料、锦纶 66 等纺织行业进入旺季，但 AA 的价格高位并不能向下游有效传导，产品盈利能力小幅回落 3%；CPL 受国内反倾销胜诉以及供需结构紧张的影响，盈利能力小幅提高 4%，但从下游接受程度来讲，盈利大幅提高的空间不大。

2011 年，CPL 行业供需结构依旧紧张，高景气可能维持，AA 则面临 30-40% 的新增产能的消化，盈利能力或有下滑。

图 14: AA 盈利小幅下滑

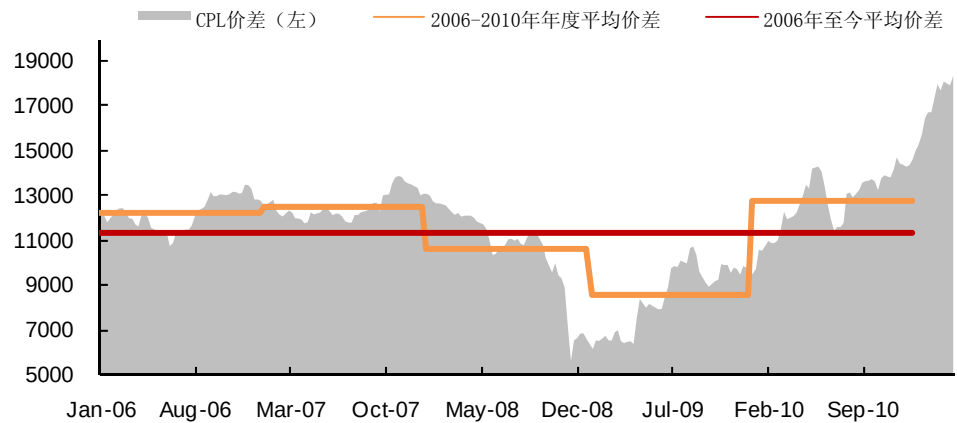
元/吨



资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

图 15: CPL 盈利小幅提高

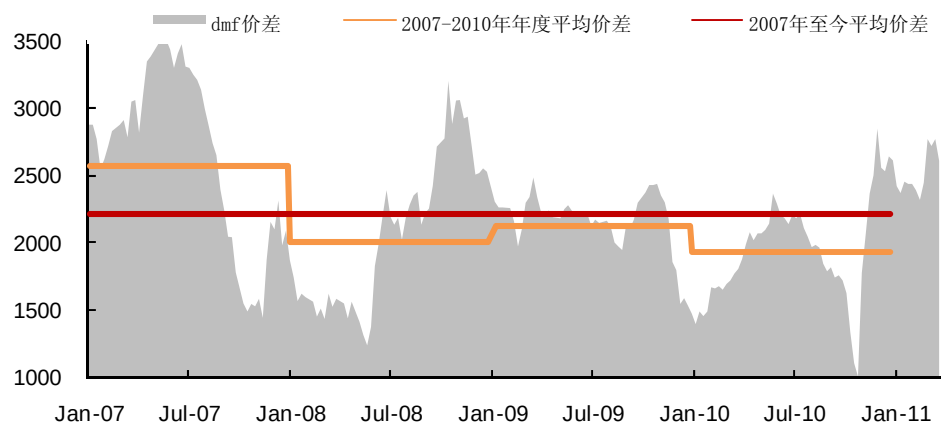
元/吨



资料来源：百川资讯、华泰联合证券研究所

图 16: DMF 盈利超过历史平均水平

元/吨



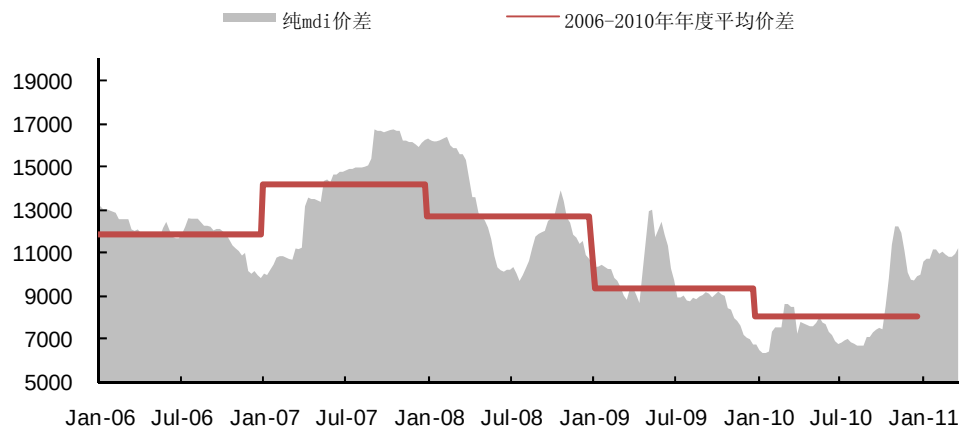
资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

2011 年 3 月，纯 MDI、聚合 MDI 的盈利能力环比 2 月份维持不变，同比 2010 年分别提高 28%、15%。

3 月开始，下游鞋底原液、皮革浆料进入传统的生产旺季，旺季不旺的主要原因是消费终端需求不旺、无法接受原材料价格的大幅上涨，导致成本的上涨无法顺利向下游传导。纯 MDI 的下游鞋底原液和浆料开工率近 8 成，订单不充裕，尤其是出口订单。

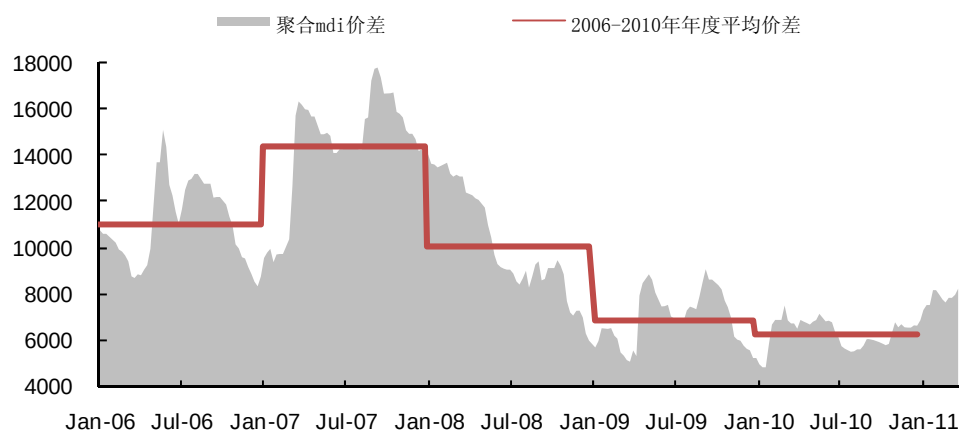
3 月，巴斯夫重庆 40 万吨 MDI 于获批，预计 2014 年投产。2011-2013 年，全球范围没有新增产能，行业需求增长将使 MDI 的开工率逐渐提高，MDI 的盈利能力进入上升通道。2014 年，国内 MDI 供需将平衡。

图 17： 纯 MDI 盈利能力持稳



资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

图 18： 聚合 MDI 盈利能力逐渐走出低谷



资料来源：环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

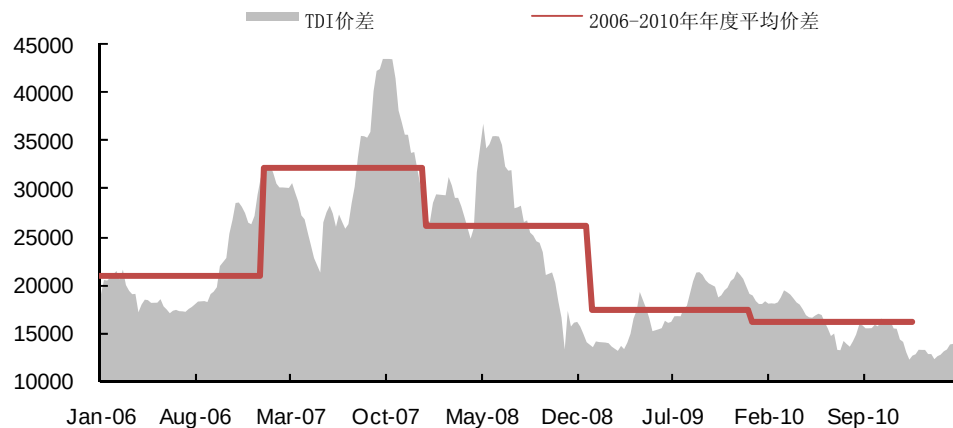
3 月，TDI 盈利好转，价差提高 7%，主要原因是日本地震之后，三井化学 12 万吨装置停产带来的短期供给紧张。

TDI 下游软泡主要是软体家具，主要的旺季是秋冬季节，其次是“五一”、“十一”，二四季度为传统旺季。

我们认为 TDI 盈利的提高只是短期现象。2011 年，国内 TDI 产能扩张超过 70%（拜耳 25 万吨新建产能目前正在试车，预计 6 月份投产，烟台巨力 5 万吨产能、沧州大化 7 万吨产能均将于年内相继投产），未来 2-3 年为产能的消化期，盈利状况很难改善。

图 19: TDI 处于盈利低位

元/吨



资料来源: 环球聚氨酯、华泰联合证券研究所

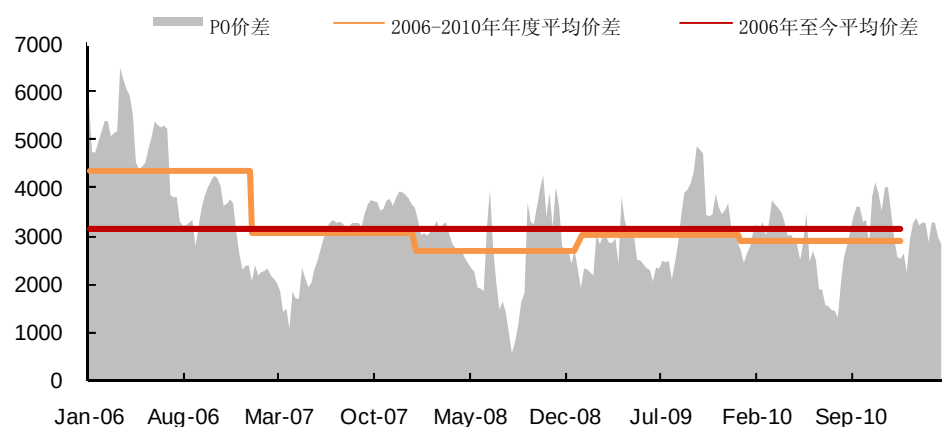
3 月, 国内 PO 价格小幅张张 5%, 均价 15500 元/吨; 同时, 原材料丙烯均价上涨 10%。产品的盈利能力小幅下滑 2%。

3 月, 下游聚醚需求不旺。软体家具的出口订单较少, 原材料价格上涨无法顺利向下游传导。

二季度, 国际 PO 供给仍受各种状况影响, 日本地震影响 38 万吨产能停产; 新加坡壳牌 42 万吨装置、法国 22 万吨开工负荷有所降低。全球 PO 供需紧张, 价格易涨难跌, 但下游聚醚厂商无法将成本上涨向下游传导, 受制于下游需求不旺, 预期未来盈利很难有大幅度提高。

图 20: PO 盈利能力并未提高

元/吨



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 2011 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